



Uwarunkowania i efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości w Polsce

Autor
mgr MAREK KOWALCZYK

Praca doktorska napisana pod kierunkiem
dr. hab. SEBASTIANA KOKOTA prof. US

Szczecin 2022

OŚWIADCZENIE 1

Oświadczam, że przedkładaną rozprawę doktorską napisałem samodzielnie. Oznacza to, że przy pisaniu rozprawy „Uwarunkowania i efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości w Polsce” poza niezbędnymi konsultacjami, nie korzystałem z pomocy innych osób, a w szczególności nie zlecałem opracowania rozprawy lub jej części innym osobom, ani nie odpisywałem rozprawy lub jej części od innych osób. Jednocześnie przyjmuję do wiadomości, że gdyby powyższe oświadczenie okazało się nieprawdziwe, uchwała o nadaniu mi stopnia doktora zostanie cofnięta.

Szczecin, dnia

podpis

OŚWIADCZENIE 2

Wyrażam zgodę / nie wyrażam zgody* na udostępnienie mojej rozprawy „Uwarunkowania i efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości w Polsce”.

Szczecin, dnia

podpis

* zaznaczyć właściwe

Spis treści

Wstęp	5
Rozdział 1	
Condonieruchomości – rys historyczny, podstawowe definicje i informacje	8
1.1. Ewolucja i istota rynku condonieruchomości	8
1.2. Struktura właścicielska condonieruchomości	11
1.3. Condoapartament i condohotel jako część condonieruchomości	13
1.4. Deweloper jako kreator procesu inwestycyjnego na rynku condonieruchomości	19
1.5. Rola operatora w systemie zarządzania condonieruchomością	22
1.6. Przegląd inwestycji w systemie condo w Polsce	24
Rozdział 2	
Inwestowanie na rynku nieruchomości ze szczególnym uwzględnieniem condonieruchomości	37
2.1. Definicje inwestycji w ekonomii	37
2.2. Kryteria określające warunki inwestycyjne	47
2.3. Condonieruchomość jako inwestycja	65
2.4. Inwestorzy na rynku condonieruchomości	67
2.5. Decyzje inwestycyjne – przebieg i fazy procesu	69
2.6. Operator w procesie inwestycyjnym	75
2.7. Opodatkowanie condojednostki	77
Rozdział 3	
Finansowe uwarunkowania inwestowania na rynku condonieruchomości	83
3.1. Efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości	83
3.2. Finansowanie inwestycji w condonieruchomości	95
3.3. Finansowanie kapitałem własnym	94
3.4. Finansowanie kapitałem obcym	95
3.5. Rodzaje ryzyka finansowego	107
Rozdział 4	
Pozafinansowe uwarunkowania inwestowania w condonieruchomości	110
4.1. Uwarunkowania geograficzne inwestycji	110
4.2. Uwarunkowania prawne i wynikające z zawartych umów między stronami	112
4.3. Pozafinansowe ryzyka inwestowania w condonieruchomości	114
4.4. Uwarunkowania mikroekonomiczne	119
4.5. Uwarunkowania makroekonomiczne	122

Rozdział 5

Metody badawcze	133
5.1. Kryteria i mierniki opłacalności inwestycji	134
5.2. Pogłębiona analiza umów.....	143
5.3. Analiza stóp zwrotu.....	144
5.4. Metody analizy ryzyka inwestycyjnego	145
5.5. Metody analizy wynagrodzenia inwestora	145
5.6. Metody symulacyjne	146
5.7. Analiza wskaźnikowa.....	147
5.8. Metody klasyfikacji danych w ocenie inwestycji.....	148
5.9. Metody efektywności inwestycji.....	150

Rozdział 6

Empiryczna analiza uwarunkowań inwestycji a condoapartamenty w Polsce w latach 2010–2020 na wybranych przykładach	151
6.1. Analiza dochodowości.....	151
6.2. Badanie efektywności inwestycji	164
6.3. Analiza ryzyka	191
6.4. Analiza atrakcyjności inwestowania na tle innych instrumentów inwestycyjnych	195
6.5. Analizy klasyfikacyjne	201
6.6. Analiza danych przy zastosowaniu drzewa decyzyjnego	205
Zakończenie	217
Streszczenie	223
Abstract	227
Bibliografia	231
Spis tabel.....	231
Spis rysunków	239

Wstęp

Condominium to system własności lokalu w budynku wielolokalowym z prawem do użytkowania części wspólnych danego obiektu. W systemie tym indywidualny właściciel nabywa prawo do własności lokalu oraz części wspólnych. System taki znany jest już od starożytności i w różnych formach funkcjonuje ponad 2000 lat. W początkowej fazie taka forma inwestycji nie miała nic wspólnego z rynkiem hotelarskim, a jedynie z formą nabywania nieruchomości mieszkaniowych.

Przez wiele stuleci rynek oparty na koncepcie condominium funkcjonował w różnych częściach świata z umiarkowanym poziomem wzrostu. Prawdziwy rozkwit nastąpił w USA w latach 60. ubiegłego wieku za sprawą niejakiego Keitha Romneya, który w tym systemie sprzedał ok 70% swoich inwestycji w dwa tygodnie. Od tego czasu rozpoczęły się prace nad unormowaniem prawnym tego segmentu rynku. W USA w systemie condo budowano również obiekty przemysłowe, biurowe i z czasem hotele, gdzie ów koncept stosowany jest przez takie marki jak Hilton, Ritz-Carton, a nawet Trump (firma byłego prezydenta Stanów Zjednoczonych).

Do Europy taka forma inwestycji na rynku nieruchomości powróciła w latach 50. ubiegłego wieku po zakończeniu działań wojennych i była podyktowana koniecznością budowy ekonomicznych mieszkań, a często ubóstwem w Europie po zakończeniu II wojny światowej. Wynikało to więc z jednej strony z sytuacji związanej z ograniczoną zamożnością społeczeństwa, a z drugiej – z problemu z działkami budowlanymi.

W tym czasie podjęto próby unormowań prawnych, co doprowadziło do tego, że w europejskim prawie inwestor nabywa prawo do lokalu, a także prawo do części wspólnych, niepodzielnych części wspólnych budynku.

W 1990 roku omawiana forma sprzedaży nieruchomości zaczęła obowiązywać także w Polsce. Początkowo kojarzona wyłącznie z nieruchomościami hotelarskimi o dość wysokim standardzie wykonania, z przeznaczeniem wyłącznie na osiąganie zysków z wynajmu. We wstępnej fazie pojawiły się projekty specjalnie przygotowane jako inwestycje z pełną obsługą najmu. W miarę rozwoju rynku, coraz częściej mamy jednak do czynienia z inwestycjami innymi niż hotele. W dużych miastach buduje się w systemie condo mieszkania do wynajęcia i biurowce. W podobny sposób budowane są również mieszkania w miejscowościach atrakcyjnych turystycznie w pasie nadmorskim czy górskim.

Zważywszy na możliwości wynikające z różnych procesów w obszarze inwestycji w condoapartamenty, a także z tego powodu, że jest to stosunkowo nowe zjawisko inwestycyjne i niewielu badaczy podejmuje badania nad takimi formami inwestycji, temat wydaje się bardzo inspirujący naukowo. Inwestowanie na rynku nieruchomości oraz na rynku akcji, obligacji i innych instrumentach finansowych podejmowane jako obszar badań jest dużo częściej niż rynek condonieruchomości. Badania prowadzone w zakresie opłacalności inwestycji na rynku condonieruchomości zyskują coraz większe zainteresowanie, tym bardziej, że w ostatnich latach taka forma inwestowania kapitału zdobywa coraz większą popularność.

Podjęto temat próbując zgłębić zagadnienia związane z tą formą inwestycji, przy uwzględnieniu różnych zagrożeń, kosztów, zobowiązań wynikających z umów.

Badano tematykę condonieruchomości oraz obszar inwestowania na tym rynku obrano za zadanie poznanie uwarunkowań inwestycyjnych i mechanizmów, aby zdefiniować czynniki determinujące optymalne zyski, różnego rodzaju ryzyko i zjawiska.

Zbadanie tego segmentu rynku nieruchomości w ocenie autora jest właściwe i konieczne ze względu na to, że przedmiot badań jest nowy na polskim rynku, ale jednocześnie na tyle zakorzeniony w działaniach inwestycyjnych, że pewne procesy zachodzące można dostrzec i zbadać z uwzględnieniem specyfiki polskiego rynku condonieruchomości, jak również procesów zachodzących w gospodarce oraz nawykach odbiorców usług oferowanych przez condohotele oraz condoapartamenty.

Przedmiotem pracy są zjawiska zachodzące podczas analizowania możliwości inwestowania w apartament w condohotelu na podstawie zgromadzonego materiału w postaci umów z operatorami, uwarunkowań geograficznych i gospodarczych oraz warunków finansowych w kontekście przychodów i ryzyka.

Ze względu na to, że mamy do czynienia ze stosunkowo nową formą inwestowania kapitału w Polsce, w empirycznej części pracy pogłębionej analizie poddano uwarunkowania inwestycyjne i zwrot z zainwestowanego kapitału na rynku condonieruchomości, oraz porównanie z innymi możliwościami inwestowania. Analizowano inwestycje w miejscowościach górskich, nadmorskich, na Mazurach oraz w wybranych miastach.

Pomimo coraz większego zainteresowania taką formą lokaty kapitału, oraz relatywnie wysoką stopą zwrotu zainwestowanego kapitału, dostrzeżono brak kompleksowych i wyczerpujących badań poświęconych uwarunkowaniom inwestowania na rynku condonieruchomości ze szczególnym uwzględnieniem condoapartamentów i condohoteli.

W odpowiedzi na zidentyfikowaną lukę badawczą, a także brak odpowiedniej reakcji instytucji kontrolnych w tym KNF¹, problemem badawczym rozprawy jest ustalenie czynników istotnie determinujących podejmowanie decyzji o dokonaniu inwestycji w konkretny obiekt oraz próba ustalenia realnej wielkości zwrotu z zainwestowanego kapitału i tym samym próba zdefiniowania dodatkowych kosztów wpływających na określenie realnych zwrotów.

Celem głównym rozprawy doktorskiej jest identyfikacja determinant mających fundamentalny wpływ na optymalizację zysków z inwestycji w condonieruchomości przy określonym poziomie ryzyka.

Podczas badań skoncentrowano się na czynnikach zarówno czysto finansowych, jak i wynikających z innych czynników związanych z otoczeniem prawnym, gospodarczym oraz ryzykiem.

Osiągnięcie celu badawczego wymaga realizacji zadań badawczych:

1. Przeanalizowanie umów proponowanych inwestorom przez poszczególnych operatorów/deweloperów oraz próba parametryzacji wynikających z nich warunków.
2. Skonstruowanie i wyznaczenie wskaźników określających czynniki determinujące uwarunkowania inwestycyjne.
3. Identyfikacja zagrożeń podczas realizacji zysków z inwestycji.
4. Identyfikacja uwarunkowań sprzyjających inwestowaniu.
5. Wyodrębnienie pozafinansowych determinant inwestowania w condoapartament.

¹ Komisja Nadzoru Finansowego.

W ramach rozprawy zweryfikowano hipotezy:

1. Rynek condonieruchomości w Polsce stanowi dynamicznie rozwijający się obszar inwestowania.
2. Stopy zwrotu uzyskiwane z inwestycji w condonieruchomości przy określonym poziomie ryzyka stanowią realną alternatywę wobec innych obszarów inwestowania.

Biorąc pod uwagę specyfikę przedmiotu dociekań, w pracy wykorzystano materiały obejmujące:

- polską i zagraniczną literaturę przedmiotu z zakresu inwestycji w nieruchomości,
- literaturę przedmiotu w zakresie funkcjonowania condohoteli w Polsce i na świecie,
- dane z NBP,
- materiały zawarte w zbiorach www (internet),
- umowy operatorów,
- dane bankowe wraz z możliwościami finansowania,
- dane GUS o stanie gospodarki,
- opracowania prognozujące wzrost PKB,
- prognozy ruchu turystycznego.

Ponadto opracowano metodę wspomagania decyzji wyboru condonieruchomości przez inwestora indywidualnego, niebędącego profesjonalnym uczestnikiem rynku inwestycyjnego w obszarze condonieruchomości w oparciu o drzewo decyzyjne.

Condonieruchomości – rys historyczny, podstawowe definicje i informacje

1.1. Ewolucja i istota rynku condonieruchomości

System condo wywodzi się od słowa condominium (z łacińskiego condo to „współ”, a dominium – „panowanie”), oznacza to kompleks nieruchomości, który nie należy do jednego właściciela, ale został podzielony na poszczególne jednostki, które należą do różnych właścicieli (inwestorów). Poza własną częścią istnieje możliwość nieskrępowanego korzystania z części wspólnych. Apartamenty, bądź pokoje hotelowe w budynkach typu condo inwestor nabywa w celach zarobkowych (komercyjnych) i wynajmuje specjalistycznym podmiotom, które nimi zarządzają.

W Europie system własności nieruchomości zbudowany na konstrukcji condominium znany był od czasów Chrystusa, niektóre źródła podają, że znany był już w starożytnym Babilonie, Egipcie i Grecji głównie wśród mieszkańców, których nie stać było na zakup domu. W tamtym czasie nieruchomości nabywane w systemie condominium nie miały jednak związku z rynkiem hotelarskim. W średniowiecznej Europie w celu zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych powszechne było zbywanie prawa własności do mieszkania, a nawet do samodzielnego pokoju (izby) w istniejących budynkach. Rozwiązanie takie wprowadzono biorąc pod uwagę konieczność zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych jak największej liczby mieszkańców. Niewystarczające regulacje prawne dotyczące zasad korzystania z części wspólnych nieruchomości prowadziły do nawarstwiania się konfliktów pomiędzy właścicielami mieszkań. Innym problemem było egzekwowanie obowiązków wynikających z utrzymania nieruchomości w odpowiednim stanie w związku z korzystaniem z części wspólnych przez właścicieli poszczególnych nieruchomości. Brak klarownych przepisów nakładających prawa i obowiązki na właścicieli lokali w condonieruchomości skutkował komplikacjami prawnymi, dylematami policji i organów podatkowych. Nadmiar kłopotów interpretacyjnych spowodował zakaz stosowania systemu condominium w takich krajach jak Niemcy i Szwajcaria. Dopiero częściową regulację takiej formy własności zawierał Kodeks Napoleona w art. 664¹.

W latach 50. XX wieku, kiedy następował gwałtowny rozwój Europy po zniszczeniach wojennych, rynek wymusił wprowadzenie ekonomicznych (tanich i bardziej dostępnych) rozwiązań budowy oraz zakupu mieszkań. Wysokie koszty budowy, ograniczona podaż terenów budowlanych w obszarach gęsto zaludnionych oraz pragnienie posiadania własnego mieszkania spowodowały wprowadzenie oferty tanich mieszkań. W tym samym okresie wprowadzono

¹ Kodeks Napoleona, art. 664, <https://www.bibliotekacyfrowa.pl//dlibra/>, s.178–179 (15.05.2020).

przepisy prawne regulujące prawa i obowiązki właścicieli nieruchomości. Zaczęły obowiązywać przepisy, na mocy których nabywca lokalu w systemie condominium nabywał jednocześnie drugie prawo ściśle powiązane z nabyciem lokalu. Jedno uprawnienie stanowiło o prawie własności do konkretnego lokalu a drugie – o niepodzielnej współwłasności części wspólnych budynku.

Stany Zjednoczone stały się największym rynkiem nieruchomości w systemie condo², wzorując się nie na systemie europejskim, ale na systemie obowiązującym na wyspie Portoryko, który stworzono w celu zaspokojenia zapotrzebowania na tanie mieszkania. W latach 60. ubiegłego wieku Ameryka zmagiała się z wysokimi cenami nieruchomości i podobnymi problemami jak Europa. Stany Zjednoczone w 1960 roku z inicjatywy Keitha Romney'a³ unormowały prawnie rynek condonieruchomości ustawą Condominium Act. System condominium w Stanach Zjednoczonych, co do istoty, przypomina polski system mieszkań własnościowych, z prawem własności do gruntu oraz części wspólnych, proporcjonalnie do udziałów. Kupujący nieruchomość staje się jednocześnie właścicielem lokalu oraz nabywa nieskrępowane prawo do użytkowania części wspólnych. Właściciele lokali w systemie condo w Stanach Zjednoczonych są jednocześnie członkami stowarzyszenia właścicieli (*homeowners' asociacion*). Właściciel lokalu w systemie codominium obciążany jest opłatami eksploatacyjnymi na rzecz zarządcy, kosztami ogrzewania utrzymaniem budynku i terenów wspólnych, jak również podatkiem od nieruchomości a w skrajnych przypadkach – ratą kredytu hipotecznego. Regulamin określa reguły funkcjonowania nieruchomości (budynek) oraz wyznacza zakres odpowiedzialności stowarzyszenia właścicieli. W regulaminie określa się procedury dotyczące głosowania, prawa i obowiązki właścicieli mieszkań, wysokość opłat oraz zasady korzystania z części wspólnych nieruchomości, jak również procentowe koszty remontów przypadające na właściciela lokalu w budynku. Regulaminy zawierają zakres i częstotliwość remontów części wspólnych oraz prawo do gruntu. Zazwyczaj regulamin odnosi się do praw właścicieli nieruchomości w zakresie rodzaju, wielkości i liczby zwierząt mogących zamieszkiwać wspólnie z właścicielami nieruchomości. Taki rodzaj uregulowań prawnych ma na celu zapewnienie spokojnego sąsiedztwa i tym samym powinno przeciwdziałać spadkowi wartości nieruchomości. W skrajnych sytuacjach, w przypadku apartamentów najbardziej luksusowych nabytych w systemie condominium, zdarza się organizowanie głosowania w celu akceptacji nowych osób, które wyrażają gotowość zakupu lokalu w danym budynku, bądź na danym osiedlu. Działania takie podejmuje się po to, aby zapewnić odpowiedni status nieruchomości, jak również zapobiec spadkowi wartości. Często ze względów prestiżowych, czasami snobistycznych dane nieruchomości mogą zamieszkiwać wyłącznie osoby o odpowiednim statusie materialnym i społecznym.

W USA system condominium stosowany jest podobnie jak w Polsce przy budowie budynków mieszkalnych wielorodzinnych. W tym systemie powszechne jest również nabywanie mieszkań w odnawianych kamienicach oraz budynkach przemysłowych (tzw. loftach).

Prawo własności w systemie condo w Stanach Zjednoczonych stosowane jest również w przypadku domków jednorodzinnych, gdzie częścią wspólnie zarządzaną są okalające tereny zielone, tzw. *garden condos*. Zdarza się również stosowanie systemu condo podczas nabywania nieruchomości w budynkach niemieszkalnych, takich jak: biura, sklepy, akademiki.

2 G.M. Armstrong jr., *Louisiana Condominium Law and the Civilian Tradition*, „Louisiana Law Review” 1995, nr 1 (46), s. 71–72.

3 K. Chrabąszcz, *Condo inwestycje jako alternatywna forma alokacji kapitału*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2014, nr 1 (24), s. 49.

Największym i najbardziej dynamicznym rynkiem w systemie condo w Stanach Zjednoczonych jest rynek condohoteli. Hotele w systemie condo funkcjonują identycznie jak tradycyjne hotele a jedyną różnicą jest to, że poszczególne pokoje w takim hotelu należą do pojedynczych inwestorów. Niektórzy inwestorzy mają większą liczbę pokoi w hotelu. Pierwsze condohotele w USA powstały na południu Florydy w Miami Beach na początku lat 80. XX wieku⁴. Była to oferta skierowana w przeważającej części dla wypoczywających emerytów z północnych części Stanów Zjednoczonych⁵. Wraz z rozwojem rynku obecnie condohotele w większości to luksusowe apartamenty zlokalizowane na terenie całych Stanów Zjednoczonych z uwzględnieniem największych miast. Dogodna lokalizacja w największych miastach Stanów Zjednoczonych oraz w miejscowościach o znacznym natężeniu turystycznym stanowi gwarancję wysokiego obłożenia poza sezonem wysokim, co jest bardzo korzystne zarówno dla właścicieli nieruchomości, jak i operatorów. Wzrost zamożności społeczeństwa, ciągła mobilność oraz duży napływ turystów z zagranicy wymuszał bowiem zapotrzebowanie na coraz większą liczbę noclegów. To z kolei spowodowało w pierwszej dekadzie XXI wieku najbardziej dynamiczny rozwój w historii i tym samym inwestorzy zainwestowali blisko 250 miliardów USD tylko w 2006 roku w apartamenty pod wynajem. Aktualnie w przeważającej części takie marki jak Hilton, Ritz-Carlton, Trump korzystają z tej formy własności. Inwestycją, o której warto wspomnieć, jest z pewnością hotel condo Waikiki miliardera Donalda Trumpa, który ustanowił rekord na rynku condohoteli. Już w pierwszym dniu sprzedaży wykupiono tam wszystkie 500 apartamentów, o łącznej wartości 700 milionów dolarów⁶.

Biznesowy model zarządzania hotelem oparty na systemie własności condo pozwala na minimalizowanie ryzyka oraz ma na celu maksymalizację przychodów. Zazwyczaj apartamenty w condohotelu sprzedawane są inwestorom przed rozpoczęciem budowy, co ułatwia deweloperom realizowanie inwestycji. Wpłaty od inwestorów pozwalają również obniżyć koszty budowy nieruchomości, co przekłada się na znaczne oszczędności.

Rynek condo/aparthoteli w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie jest największy na świecie i obejmuje łączną liczbę jednostek około 480 tys.⁷ Drugi pod względem wielkości rynek stanowi Europa i oferuje około 120 tys. jednostek.

Rynek condonieruchomości w Polsce jest rynkiem młodym o nieukształtowanej strukturze. Inaczej niż w USA, w Polsce condonieruchomość kojarzona jest z lokalem nabytym przez właściciela, służącym jako inwestycja pod wynajem, która ma przynosić zyski. Wraz z rozwojem rynku, coraz częściej zauważa się w Polsce stosowanie systemu condo na innych obszarach rynku nieruchomości niż rynek hotelarski. Dynamiczny rozwój obserwuje się w ostatnim dziesięcioleciu zarówno w odniesieniu do lokalizacji miejskich, jak i w miejscowościach typowo wakacyjnych. Zgodnie z analizami zawartymi w raporcie Fortech-Consulting oraz Projekt Hotel można jedynie określić przybliżoną wartość rynku condo. Serwis „inwestycje w kurortach” określał na koniec 2016 roku 2500 jednostek w realizacjach miejskich⁸. Według szacunków autorów raportu Fortech Consulting w miejscowościach wakacyjnych w latach

4 Zob. M.C.K. Lu, *The Causes and Consequences of Condo Hotel Conversion in Waikiki*, Hawaii 2005, <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/33180/65469139-MIT.pdf?sequence=2>, s. 27–36 (9.06.2020).

5 L. Benson, <https://www.deseret.com/2012/11/16/20444466/about-utah-father-of-modern-condominiums-will-never-live-in-one#keith-romney> (9.06.2020).

6 *Nieruchomości condo, cała prawda o systemie*. www.inwestycjewkurortach.pl (7.06.2020).

7 *Global Service Apartment Industry Report 2016–2017, The Apartment Service*.

8 *Raport „Aparthotele i apartamenty na wynajem krótkoterminowy w największych polskich miastach” jesień 2016, inwestycje w kurortach*.

2016–2017 było realizowanych 1650 jednostek w budowie i sprzedaży⁹. Połowa oferty była tworzona etapami, a zakończenie i oddanie do użytku planowano na lata 2019–2020. Według tego samego raportu w 2018 roku zidentyfikowano łącznie 73¹⁰ inwestycje w ramach systemu condo. Zgodnie z raportem na koniec pierwszego kwartału 2018 roku w 73 inwestycjach w systemie condo oferowano łącznie w Polsce 3869¹¹ jednostek/pokoi. Około 60% nowo powstających budynków w systemie condo stanowią obiekty w miejscowościach wakacyjnych.

Raport *Rynek hotelarski w Polsce 2017* wskazuje na wzrost liczby pokoi hotelowych w województwie mazowieckim i małopolskim (Warszawa, Kraków), co potwierdza panujący trend wzrostowy na rynkach aglomeracyjnych¹².

W ostatnich latach rynek condonieruchomości w Polsce odnotowuje permanentny trend wzrostowy powodowany relatywnie atrakcyjną stopą zwrotu z inwestycji oraz wzrostem zapotrzebowania na nieruchomości o charakterze komercyjnym.

1.2. Struktura właścicielska condonieruchomości

Polski system prawny nie rozróżnia pojęcia (definicji prawnej) „condohotelu” i „aparthotelu”.

Kwestie własnościowe tego typu lokali wyjęte są spoza ustawowych regulacji. Biorąc pod uwagę, że zarówno „condohotel” i „condoapartament” mieści się w definicji samodzielnego lokalu mieszkalnego, bądź lokalu o innym przeznaczeniu zgodnie z zapisem w art. 2 ustawy z 24 czerwca 1994 roku o własności lokali¹³, to ten akt prawny reguluje status wszystkich nieruchomości.

Sprzedawane jednostki lokalowe w hotelu mają odrębne księgi wieczyste, które zapewniają nabywcy możliwość korzystania z pełni przysługujących praw właścicielskich. W księdze wieczystej lokalu zawarte są zapisy, które umożliwiają nabywcy lokalu korzystanie z części wspólnych, oraz gwarantują udział właścicielski w częściach proporcjonalnych do wielkości zakupionej nieruchomości (udział w nieruchomości wspólnej). Warto pamiętać, że wyodrębniony lokal o innym przeznaczeniu, tzw. lokal komercyjny (condo) ma inny status niż lokal mieszkalny, co niesie za sobą określone obowiązki i ograniczenia. Właściciel nieruchomości-inwestor (lokalu) jest uprawniony do swobodnego dysponowania (sprzedaży) condo – apartamentów jednak nie ma uprawnień do zameldowania się na pobyt stały. Zdarzają się zapisy umowne z operatorem gwarantujące prawo pierwokupu lokalu operatorowi, który zazwyczaj kapitałowo powiązany jest z deweloperem, czyli można wysnuć wniosek, że prawo swobodnego dysponowania lokalem jest ograniczone.

Podatek od nieruchomości w przypadku obiektów o charakterze komercyjnym jest wielokrotnie wyższy niż w przypadku podatku od lokalu mieszkalnego. Wysokość podatku ustala samorząd, na którego terenie znajduje się nieruchomość.

Kategoria „condohotel”/„aparthotel” do dzisiaj nie została uwzględniona w statystykach GUS. Nieruchomości tego rodzaju umieszczane są w statystykach działalności hotelowej lub statystykach budowy lokali mieszkalnych lub innych. Obowiązujące przepisy określające

⁹ RAPORT CONDO/APARTHOTELE Perspektywy rozwoju sektora i obszary ryzyka maj 2018.

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Ibidem.

¹² Raport „Rynek hotelarski w Polsce 2017”, „Świat Hoteli” 2017, lipiec/sierpień.

¹³ Ustawa z 24.06.1994 r. o własności lokali.

warunki świadczenia usług hotelarskich i zasady kategoryzacji obiektów hotelowych również nie wyodrębniają z nazwy obiektów realizowanych w systemie condo¹⁴. Zarówno ustawa z 29 sierpnia 1997 roku o usługach turystycznych (Ustawa z 29.08.1997 r. o usługach hotelarskich oraz usługach pilotów wycieczek i przewodników turystycznych) oraz rozporządzenia Ministra Gospodarki i Pracy z 19 sierpnia 2004 roku w sprawie obiektów hotelarskich i innych obiektów, w których są świadczone usługi hotelarskie nie regulują condoapartamentów i condohoteli.

Cechy charakterystyczne oraz kryteria definiujące condonieruchomości zaprezentowano w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Cechy charakterystyczne i kryteria definiujące condonieruchomości

Kryterium	Condonieruchomość
Ogólna charakterystyka	budynki hotelowe, w których wyodrębnione zostały prawnie samodzielne lokale niemieszkalne, przez co powstało condominium (wspólnota właścicieli); poszczególne lokale sprzedawane są w ujednoliconym standardzie wykończenia i wyposażenia; funkcjonalnie lokale najczęściej składają się z 1–2 pokoi hotelowych i łazienki, występują również condohotele, w skład których wchodzi apartamenty składające się z 1–2 pokoi hotelowych, aneksu kuchennego i łazienki
Pozwolenie na budowę/ użytkowanie	obiekt, dla którego zostało wydane pozwolenie na budowę budynku zakwaterowania turystycznego i rekreacyjnego (kategoria XIV wg Prawa Budowlanego) – budynku hotelowego lub pensjonatowego lub decyzja o zmianie sposobu użytkowania na obiekt hotelowy lub pensjonatowy
Prawne	poszczególne lokale są wyodrębnione prawnie jako lokale niemieszkalne
Operacyjne	w ramach jednego obiektu lokale zarządzane są przez jednego (dominującego) operatora, który najczęściej wybrany jest już na etapie budowy obiektu, co do zasady, nie ma możliwości wyboru operatora przez właścicieli poszczególnych lokali; obiekt może działać w ramach sieci hotelowej
Funkcjonalne	obiekt z punktu widzenia gościa funkcjonuje jak hotel, oferuje wiele usług i udogodnień typowych dla hotelu, np. recepcja, restauracja, concierge, SPA, zaplecze konferencyjne; poszczególne lokale składają się zazwyczaj z 1–2 pokoi z łazienką, czasami condohotele funkcjonują również jako obiekty, na które składają się apartamenty (tj. pokoje hotelowe z aneksem kuchennym) lub jako obiekty stanowiące kompleks pokoi hotelowych i apartamentów
Podatkowe	na rynku pierwotnym lokale niemieszkalne sprzedawane są ze stawką podatku VAT 23% (lokalne użytkowe), podatek od nieruchomości opłacany jest przez właścicieli poszczególnych lokali, ze stawką podatku dla gruntów i budynków związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej; w przypadku lokali niemieszkalnych, związanych z udziałem w nieruchomości wspólnej, którą stanowi prawo użytkowania wieczystego gruntu, właściciel dodatkowo opłaca opłatę roczną z tytułu tego prawa, ze stawką procentową 3%; opodatkowanie działalności prowadzonej w lokalu podatkiem VAT – co do zasady, operator prowadzący działalność hotelową opodatkowuje swoje przychody podatkiem VAT ze stawką 8%
Standard wykończenia/ wyposażenia	lokalne w condohotelach najczęściej sprzedawane są w standardzie wykończonym, ujednoliconym dla całego obiektu, występują także w stanie niewykończonym, z koniecznością wykupu dodatkowego pakietu wyposażenia

¹⁴ K. Bucholc-Srogosz, *Condohotele na Polskim rynku nieruchomości*, „Zeszyty Naukowe Instytutu Administracji AJD w Częstochowie” 2016, nr 2 (14), s. 241–249. Katarzyna Bucholc-Srogosz – doktorantka na wydziale Zarządzania i Komunikacji Społecznej Uniwersytetu Jagiellońskiego.

Kryterium	Condonieruchomość
Kategoryzacja	obiekt podlegający kategoryzacji lub nieskategoryzowany, jest przystosowany do pełnienia funkcji hotelu, tj. spełnia wymagania co do wyposażenia hoteli wynikające z przepisów prawa
Przykłady obiektów	Cristal Mountain Resort w Wiśle, Blue Mountain Resort w Szklarskiej Porębie, Radisson Blu Resort w Świnoujściu, Hotel Number One w Gdańsku

Źródło: Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce, <https://wot.waw.pl>.

1.3. Condoapartament i condohotel jako część condonieruchomości

Rynek nieruchomości w Polsce cechuje swobodę w nazewnictwie obiektów mieszkalnych oraz w zakresie nazewnictwa ściśle powiązanego z rynkiem hotelarskim. Analogiczną różnicę zauważa się w przypadku nazewnictwa lokalu mieszkalnego „mieszkaniem” lub „apartamentem”¹⁵. Deweloperzy opisując nieruchomości przeznaczone na wynajem zarówno w aglomeracjach, jak i miejscowościach turystycznych zamiennie używają określenia „condohotel” i „aparthotel”. Stosując te nazwy deweloperzy mają na celu wskazać klientowi (turyście), że oferują miejsca w obiekcie typowo komercyjnym odróżniającym się od lokalu typowo mieszkalnego. Zazwyczaj takie lokale oferowane są w standardzie wykończenia dostosowanym do wymagań sieci, pod której marką działają. Lokale zazwyczaj są przygotowane do krótko lub średnioterminowego wynajmu. W przeważającej większości przypadków lokale w systemie condo sąsiadują z restauracją, barem i innymi atrakcjami turystycznymi¹⁶. Pojęcia condohotel/aparthotel są często mylone i stosowane zamiennie, dlatego mogą wprowadzać w błąd potencjalnego nabywcę. Zdarza się, że deweloper zamiennie (błędnie) stosuje nazewnictwo „condo”, a innym razem „apart” hotel.

Biorąc pod uwagę doświadczenia dojrzałych rynków USA i Europy należy wyodrębnić oddzielne produkty, różniące się szczegółami przedstawionymi w poniższej tabeli.

Tabela 1.2. Różnice pomiędzy condohotelem a condoapartamentem

Condohotel	Aparthotel
Własnościowe prawo do lokalu w budynku wielolokalowym	
Samodzielne w rozumieniu ustawy o własności lokali, lokale o przeznaczeniu innym niż mieszkalny stanowiące przedmiot odrębnej własności osób fizycznych lub prawnych	Obiekt nieprzeznaczony do indywidualnej sprzedaży, stanowiący współwłasność osób fizycznych lub prawnych, na który składają się niewyodrębnione prawnie jednostki/pokoje hotelowe. Obiekt hotelowy stanowi spójną całość

¹⁵ <http://www.condohotels.pl/wstep/> (9.06.2020).

¹⁶ <https://www.seidorf.pl> (9.06.2020).

Condohotel	Aparthotel
Kryterium prawno-podatkowe	
Do sprzedaży lokali o przeznaczeniu innym niż mieszkalne stosowana jest stawka podatku VAT 23% (lokale użytkowe). Dochody generowane z takiej nieruchomości w zależności od formy władania podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych (osoby fizyczne nieprowadzące działalności) lub podatkiem PIT/CIT z tytułu prowadzonej działalności). Jeżeli jest to obiekt mieszkalny najem wykonywany przez płatnika VAT będzie opodatkowany stawką 23%, jeżeli jednak jest to obiekt hotelowy stawka VAT wyniesie 8%	Typowy budynek komercyjny podlegający regulacjom podatkowym związanymi z prowadzeniem działalności polegającej na obsłudze najmu (PIT/CIT, w zależności od formy prawnej). Sama usługa hotelowa jest opodatkowana tak jak w przypadku innych hoteli VAT 8%
Kryterium funkcjonalne	
Pokoje w standardzie pod klucz wykończone i wyposażone w sposób określony przed dewelopera i/lub operatora (jeżeli jest przewidziany). Możliwość włączenia do sieci hotelowej na podstawie odrębnych umów zawieranych z reguły pomiędzy firmą zarządzającą (wybraną przez dewelopera lub wspólnotę) a siecią. Niezwykle rzadko sieć zawiera umowy z każdym z właścicieli osobno (oznaczałoby to konieczność podpisania np. 100–200 osobnych umów, tyle ile jest jednostek w projekcie). W polskich warunkach możliwe zróżnicowanie wykończenia poszczególnych jednostek/lokalu w zależności od uzgodnień z deweloperem i operatorem	Ujednolicony standard wykończenia i wyposażenia obiektu w zależności od standardu sieci i marki hotelowej. Dostępna oferta pokoi/jednostek na przedłużony pobyt (<i>long stay</i>) wyposażonych w aneks kuchenny i rozbudowany program pokoi
Kryterium operacyjne	
O ile obiekt funkcjonuje jako obiekt hotelowy i zarządzany jest przez sieciowego operatora dostępny określony zakres usług. W polskich warunkach także obsługa najmu gości pobytowych z usługami typu <i>in-out</i> (sprzątanie, zmiana pościeli i ręczników). Możliwość zarządzania przez operatora lub samodzielnie przez właściciela	Obiekt zestandaryzowany i kategoryzowany dostarczający gościom typowo hotelowy zakres usług, zarządzany przez profesjonalnego operatora lub sieć hotelową. Wynajem pokoi/jednostek na zasadach hotelowych bez zawierania długoterminowej umowy najmu. Możliwy wynajem na doby i dni

Źródło: forttech-consulting.pl.

Aparthotel – hotel apartamentowy, obiekt o charakterze turystyczno-wypoczynkowym, na terenie którego świadczone są usługi wynajmu apartamentów przeznaczonych na przedłużony pobyt (*long stay apartments, extended stay apartments*). W zależności od przyjętego modelu biznesowego obiekty takie mogą charakteryzować się całkowitą niezależnością, bądź przynależać do systemu rezerwacyjnego sieci hotelowej odpowiedzialnej za bieżące zarządzanie. Spotykane są modele zarządzania oparte na systemie agencyjnym, w którym agent niezależny od właściciela obiektu samodzielnie podejmuje decyzję o przystąpieniu do sieci na zasadzie umowy franczyzy¹⁷. Wspólną cechą przyjętego modelu biznesowego jest to, że posługują się w nazewnictwie słowem „hotel”, co wskazuje, że należy zaliczyć dany obiekt do rodziny obiektów hotelowych, a nie mieszkalnych. W zależności od standardu apartamenty mogą być wyposażone w aneks kuchenny, oraz pokój dzienny i sypialnię, bądź kilka sypialni umożliwiających

¹⁷ Franczyza – system polega na tym, że franczyzodawca nadaje swoim poszczególnym franczyzobiorcom prawo oraz nakłada na nich obowiązek prowadzenia działalności zgodnie z jego koncepcją. Ponadto w zamian za bezpośrednie lub pośrednie świadczenia finansowe uprawnienie to upoważnia franczyzobiorcę do korzystania ze znaku towarowego franczyzodawcy (marki), metod prowadzenia działalności gospodarczej, wiedzy, systemu postępowania i innych praw własności intelektualnej lub przemysłowej, a także do korzystania ze stałej pomocy handlowej i technicznej franczyzodawcy.

pobyty rodzinne¹⁸. Cechą charakterystyczną jest, że z wynajmującym (gościem – turystą) nie zawiera się umowy najmu, a jedynie umowę o świadczenie usług hotelowych. Dostęp do apartamentów zapewnia się poprzez tak zwane części wspólne, jak recepcja, schody, korytarze. Zazwyczaj obiekt zapewnia wiele usług zgodnych ze standardem marki, bądź inwencją tzw. ajenta.

Na poniższych fotografiach zaprezentowano condonieruchomości w Warszawie i Kołobrzegu, obiekty które są omawiane w dalszej części opracowania.



Fot. 1. Baltin Hotel & Spa Mielenko

Źródło: booking.com dostęp 10.10.2021.



Fot. 2. Baltin Hotel & Spa Mielenko

Źródło: booking.com dostęp 10.10.2021.



Fot. 3. Wnętrze apartamentu Baltin Hotel & Spa Mielenko

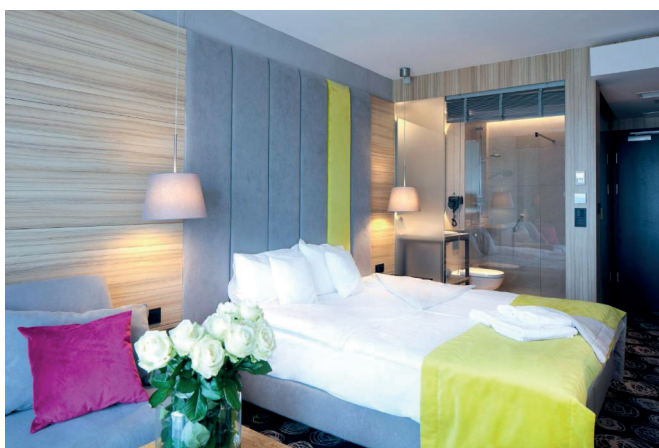
Źródło: booking.com dostęp 10.10.2021.

¹⁸ M. Kozińska, *Condohotele jako przykład produktu dla klientów private banking w Polsce*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2019, nr 387, s. 91–96.



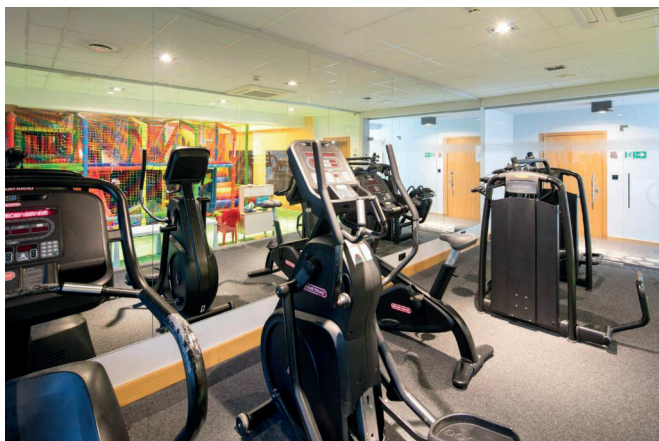
Fot. 4. Wnętrze apartamentu Baltin Hotel & Spa Mielenko

Źródło: booking.com dostęp 10.10.2021.



Fot. 5. Wnętrze apartamentu Baltin Hotel & Spa Mielenko

Źródło: booking.com dostęp 10.10.2021.



Fot. 6. Wnętrze części wspólnej – siłownia Baltin Hotel & Spa Mielenko

Źródło: booking.com dostęp 10.10.2021.

Condohotel – condoapartaments i condohotel, obiekt o charakterze turystyczno-wypoczynkowym wyróżniający się szczególną cechą – wyodrębnieniem własności poszczególnych jednostek (pokoi), co wymusza powstanie wspólnoty właścicieli (condominium). Dostępność oraz szeroka możliwość korzystania ze wszystkich atrakcji hotelu oraz brak widocznych różnic między innymi obiektami danej marki (sieci) dla gościa nie stanowi żadnej różnicy. Właściciele jednostek (pokoi) w condohotelu mają ograniczoną możliwość samodzielnego operowania swoją własnością (np. dzięki prawu pierwokupu dewelopera lub operatora) i ograniczone na podstawie innych umów, np. długoterminowego najmu prawo korzystania na własne potrzeby.

Podobnie jak w przypadku aparthotelu obiektem mogą zarządzać operatorzy specjalizujący się w działalności hotelarskiej, czyli międzynarodowe bądź lokalne sieci typu Marriott, Hilton.

Na poniższych fotografiach zaprezentowano condohotele w Warszawie i Kołobrzegu, obiekty które są omawiane w dalszej części opracowania.



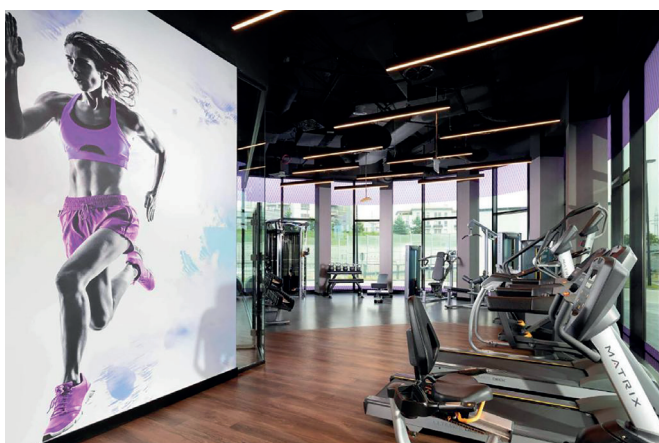
Fot. 1. Mercure Hotel Warszawa Ursus

Źródło: fot. własna (Marek Kowalczyk).



Fot. 2. Część wspólna – bar Mercure Hotel Warszawa Ursus

Źródło: fot. własna (Marek Kowalczyk).



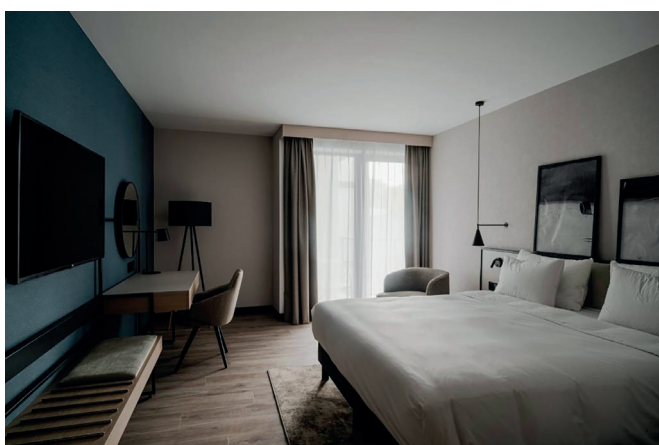
Fot. 3. Część wspólna – siłownia, Mercure Hotel Warszawa Ursus

Źródło: fot. własna (Marek Kowalczyk).



Fot. 4. Hotel Radisson Resort
Kołobrzeg

Źródło: fotografia własna (Marek Kowalczyk).



Fot. 5. Wnętrze Hotel Radisson Resort
Kołobrzeg

Źródło: booking.com dostęp 10.10.2021.



Fot. 6. Hotel Radisson Resort
Kołobrzeg

Źródło: fot własna (Marek Kowalczyk)

1.4. Deweloper jako kreator procesu inwestycyjnego na rynku condonieruchomości

Zgodnie z zapisami ustawy z 16 września 2011 roku o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego deweloper to przedsiębiorca w rozumieniu ustawy z 23 kwietnia 1964 roku – Kodeks cywilny¹⁹, który w ramach prowadzonej działalności gospodarczej na podstawie umowy deweloperskiej zobowiązuje się do ustanowienia prawa własności, o którym mowa w art. 1, i przeniesienia tego prawa na nabywcę²⁰.

Deweloper to przedsiębiorca prowadzący działalność gospodarczą na podstawie wpisu do CEIDG²¹ bądź KRS²², która polega na realizacji inwestycji, w tym zakupie gruntów planowaniu sprzedaży i czasami zarządzaniu nieruchomościami. Deweloper jako podmiot i uczestnik rynku nieruchomości jest bardzo ważnym ogniwem pomiędzy opracowaniem koncepcji, przygotowaniem inwestycji, realizacją inwestycji i końcowym etapem, jakim jest sprzedaż nieruchomości ostatecznemu nabywcy. Istota działania deweloperów (*Real Estate Developers*) polega na organizacji procesu inwestycyjnego według własnego pomysłu na własne ryzyko, w innych przypadkach na zlecenie konkretnego inwestora, gdzie ryzyko sprzedaży nieruchomości zostało wyeliminowane w taki sposób, że zbycie nieruchomości przejął w zakres swoich kompetencji inwestor. Rola dewelopera sprowadza się wtedy do organizowania i realizacji inwestycji aż do etapu formalnego odbioru budynku zgodnie z prawem budowlanym.

Działalność dewelopera polegająca na działalności we własnym imieniu i na własne ryzyko niesie za sobą możliwość niepowodzenia na każdym etapie procesu inwestycyjnego²³.

W polskich warunkach gospodarczych pojęcie deweloper oznacza, że ten uczestnik rynku nieruchomości jest różnie postrzegany. W szerszym znaczeniu jest on rozumiany jako:

- inwestor traktujący inwestycje długofalowo, a nieruchomości zaspokaja jego własne potrzeby i dodatkowo przynosi mu dochód,
- organizator procesu inwestycyjnego,
- organizator i realizator przedsięwzięcia inwestycyjnego na zamówienie klienta (inwestora),
- inwestor i realizator przedsięwzięcia podejmowanego na własne ryzyko z przeznaczeniem nieruchomości na sprzedaż i osiągnięcie zysku²⁴.

Odnosząc się do zasad oraz istoty funkcjonowania deweloperów na rynkach różnych krajów, analizując powyższe rozumowanie, jedynie ostatnie określenie jest adekwatne w odniesieniu do polskiego dewelopera. Inne postrzeganie dewelopera bierze się stąd, że działalność gospodarczą ściśle zajmującą się profesją deweloperską zaczęły podejmować także agencje pośrednictwa nieruchomości, biura projektów²⁵, kancelarie adwokackie i inni uczestnicy życia

¹⁹ Ustawa z 23.04.1964 r. Kodeks cywilny.

²⁰ Ustawa z 16.09.2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego.

²¹ Ustawa z 6.03.2018 r. o Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej i Punkcie Informacji dla Przedsiębiorcy.

²² Ustawa z 20.08.1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym.

²³ E. Kucharska-Stasiak, *Rynek nieruchomości – wybrane problemy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999.

²⁴ M. Bryks, *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, Warszawa 2001.

²⁵ Ibidem.

gospodarczego, często na zlecenie konkretnych klientów z wykorzystaniem ich środków finansowych, a czasami też własnych, bądź korzystając z linii kredytowej.

Biorąc pod uwagę, że nadrzędnym celem działalności dewelopera jest osiągnięcie zysków ze zbycia wybudowanych przez siebie budynków wielolokalowych oraz z dzierżawy niesprzedanych nieruchomości, czas jaki jest potrzebny na zrealizowanie przedsięwzięcia ma kluczowe znaczenie. Sposób działania dewelopera ma dlatego ogromne znaczenie w odniesieniu do generowanych zysków. Według Ryszarda Uchmana²⁶ mając na uwadze cele dewelopera, sposoby realizacji tych celów rzutujące na cechy działalności deweloperskiej, pod pojęciem dewelopera należy jednak rozumieć podmiot (osobę fizyczną lub prawną) podejmujący się na własne ryzyko realizacji przedsięwzięcia inwestycyjnego związanego z rozwojem nieruchomości z przeznaczeniem jej następnie na sprzedaż lub wynajem w celu osiągnięcia zysku. Zasadniczym celem dewelopera jest sprzedaż nieruchomości. Funkcjonowanie dewelopera działającego na własne ryzyko i w imieniu własnym w znacznej mierze oparte jest na organizowaniu i pozyskiwaniu kapitału na zaplanowane przedsięwzięcie. Wiele innych czynności zmierzających do rozpoczęcia, realizacji, zakończenia inwestycji, jak również sprzedaż i przeniesienie własności stanowi zadanie dewelopera. Fundamentalnym celem i sposobem działalności deweloperskiej jest osiąganie zysku z tej działalności. Ryszard Uchman przedstawia pogląd, że źródłem zysku powinien być przede wszystkim zaangażowany kapitał, ale deweloper może do tego wykorzystać także inne możliwości. Według tego samego autora w Polsce może to być posiadany potencjał wytwórczy (przedsiębiorstwa budowlane lub biura projektów), a także możliwości atrakcyjnego pod względem lokalizacji lub ceny terenu (agencje działające na rynku nieruchomości i spółdzielnie mieszkaniowe)²⁷.

Zwiększenie zyskowności dewelopera można uzyskać przez zakup gruntów rolnych bądź nieużytków i późniejsze przekształcenie ich w pełnowartościowe parcele budowlane. Innym sposobem na zwiększenie zyskowności dewelopera jest korzystanie ze środków finansowych późniejszych nabywców lokali komercyjnych w systemie condoapartamentów. Wyższy poziom zysków z działalności deweloperskiej można również uzyskać lokując obiekt poza granicami popularnych kurortów, ale w bezpośrednim sąsiedztwie, gdzie nieruchomości gruntowe można nabyć znacznie taniej.

Większość uczestników rynku nieruchomości działających w obszarze condonieruchomości działa w taki sposób, że podmioty od nich zależne angażują się w działalność deweloperską, a inne są operatorami zajmującymi się zarządzaniem nieruchomością. W ten sposób maksymalizuje się zyski generowane z jednej inwestycji realizowanej przez dewelopera.

W przypadku nieruchomości w systemie condo umowy są tak skonstruowane, że nie ma możliwości pozyskania do zarządzania nieruchomością operatora innego niż wskazanego przez sprzedającego apartament. Uzyskiwana marża deweloperska jest znacznie wyższa niż marża uzyskiwana w wyniku realizacji inwestycji mieszkaniowych. Nabywane przez inwestorów nieruchomości komercyjne zazwyczaj są nieruchomościami kolejnymi dla nabywców a charakter ich przeznaczenia jest wyłącznie zarobkowy.

Wartość apartamentów w systemie condo w przeliczeniu na 1m² jest znacznie wyższa niż nieruchomości mieszkaniowych i stanowi dla dewelopera atrakcyjną formę działalności, biorąc pod uwagę rentowność przedsięwzięcia budowlanego. Marże osiągane przez deweloperów

26 Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce, Warszawa 2001, s. 152.

27 R. Uchman, Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce, Warszawa 2001, s. 152,

w zależności od lokalizacji inwestycji stanowią w skrajnie korzystnych warunkach nawet 40%²⁸ wartości lokalu.

Proces realizacji inwestycji jest działaniem skomplikowanym i wymaga analizy wielu czynników wpływających na sukces zakładanego przedsięwzięcia budowlanego. Elementy szczególnie istotne brane pod uwagę przedstawiono w poniższym planie.

Etapy przygotowania i realizacji inwestycji budowlanej (budynku) przez dewelopera²⁹:

- I. Analizy poprzedzające projekt:
 1. Analiza rynku.
 2. Wstępna wizja organizacji inwestycji.
 3. Analiza lokalizacji.
 4. Wstępna analiza wykonalności finansowej (koszty, ceny sprzedaży, źródła finansowania).
- II. Dokumentacja przedprojektowa:
 1. Nabycie praw do terenu w celu realizacji inwestycji i uzyskanie decyzji o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu.
 2. Przygotowanie materiałów wyjściowych do projektowania.
 3. Wybór projektanta. Opracowanie koncepcji programowo-przestrzennej.
 4. Wstępne oszacowanie kosztów inwestycji (projekt budżetu).
- III. Dokumentacja projektowa:
 1. Opracowanie projektu budowlanego.
 2. Uzyskanie wymaganych opinii, uzgodnień. Uzyskanie pozwolenia na budowę wraz z zatwierdzeniem projektu budowlanego.
 3. Promocja i rozpoczęcie sprzedaży.
 4. Opracowanie dokumentacji technicznej, ew. organizacji robót.
 5. Opracowanie dokumentacji kosztorysowej (kosztorysy inwestorskie).
- IV. Wybór wykonawcy:
 1. Przeprowadzenie konkursu ofert lub przetargu na wykonanie robót budowlanych.
 2. Przeprowadzenie negocjacji przedumownych i zawarcie umów o wykonanie robót i dostaw.
- V. Opracowanie wniosku i podpisanie umowy o kredyt budowlany.
- VI. Realizacja budowy.
- VII. Zakończenie inwestycji:
 1. Sprawdzenie dokumentacji powykonawczej.
 2. Uzyskanie pozwolenia na użytkowanie.
 3. Przeniesienie własności na ostatecznych nabywców przy inwestycjach na sprzedaż lub podpisanie umów najmu.
 4. Spłata kredytu bankowego³⁰.

²⁸ A. Roguski, „Rzeczpospolita”, 16.04.2020, <https://www.rp.pl/Budowa-i-remont/304169884-Wysokie-marze-deweloperow.html> (29.05.2020).

²⁹ K. Kirejczyk, J. Łaszek, *Vademecum Developera*, Kraków 1997.

³⁰ Ibidem.

1.5. Rola operatora w systemie zarządzania condonieruchomością

Dynamiczny rozwój rynku condohoteli i condoapartamentów wymusił potrzebę kompleksowej i profesjonalnej usługi zarządzania wynajmem krótkoterminowym condoapartamentów. Najczęściej spotyka się podmioty zarządzające, które za pośrednictwem strony internetowej świadczą usługi kompleksowej obsługi gości oraz nadzór nad obiektem i zarządzanymi apartamentami, bądź pokojami hotelowymi. Z właścicielem apartamentu podpisywana jest umowa zazwyczaj na czas nieokreślony, przy czym najczęściej nie krótszy jak 15 lat. W umowach zawarty jest okres wypowiedzenia 3–6 miesięcy lub nawet rok. Zapisy umowy regulują również zasady rozliczania kosztów, takich jak sprzątanie apartamentów, pranie i wymiana pościeli, pranie ręczników, uzupełnianie zniszczonych elementów drobnego wyposażenia. Pozostałe koszty pokrywa właściciel apartamentu. Kosztem właściciela również są takie wydatki jak okresowe odświeżenie lokalu, a w dłuższym okresie użytkowania wymiana wyposażenia apartamentu. Strony umowy stosują różne modele i systemy wzajemnych rozliczeń. Najczęściej stosowanym sposobem jest podział przychodów, a prowizja dla podmiotu zarządzającego (operatora) wynosi od 25% do 30% przychodu bez podatku VAT.

Innym sposobem wzajemnych rozliczeń jest system gwarantowanego przychodu dla właściciela lokalu, połączony z kilkuprocentowym dodatkiem w zależności od wysokości przychodu³¹. Zdarza się również połączenie części stałej przychodu oraz udziału w zysku wypracowanego przez cały obiekt (np. część restauracyjną, basen, spa). Część ruchoma jest obliczana zgodnie ze standardami rachunkowości i proporcjonalnie do wielkości lokalu wypłacana właścicielom condonieruchomości. Inny system rozliczeń funkcjonuje w przypadku condohoteli. Oferta obsługi operacyjnej zazwyczaj jest przedstawiana, proponowana inwestorowi w momencie zakupu lokalu. W przypadku inwestycji w condohotel oferowane są długoletnie umowy najmu na okres 10 do 30 lat z gwarantowanym czynszem na poziomie 6–8% a nawet 8,5% ceny zakupu w stosunku rocznym³².

Umowy najmu podobnie jak w przypadku condoapartamentów zawierają zapisy dotyczące kosztów bieżącej obsługi, remontów, napraw oraz wyposażenia, terminów zmiany wyposażenia, terminów odświeżenia (malowania, zmiany firan, zasłon). Koszty związane z promocją, obsługą, reklamą oraz koszty obsługi systemu rezerwacji i obsługi klienta stanowią koszty operatora i nie obciążają właściciela lokalu. Właściciel ponosi koszty ubezpieczenia oraz podatku od nieruchomości, a w przypadku pobytu właścicielskiego, koszty związane z ewentualnymi uszkodzeniami, bądź zniszczeniem wyposażenia. Zazwyczaj umowy przewidują tzw. pobyt właścicielski najczęściej przez okres 14 dni w roku.

Umowy definiują okres, w którym pobyt taki może być realizowany i najczęściej przypada on na czas z wyłączeniem świąt oraz tzw. wysokiego sezonu.

W tabeli poniżej przedstawiono typowe na rynku condonieruchomości parametry oraz rodzaje umów pomiędzy operatorem a inwestorem (właścicielem jednostki w budynku realizowanej w systemie condo).

31 <https://duovita.pl/> (9.06.2020).

32 <https://duovita.pl/kalkulator-przychodu/> (9.06.2020).

Tabela 1.3. Rodzaje umów z operatorem

Rodzaj umowy najmu		Umowa z czynszem gwarantowanym	Umowa z czynszem gwarantowanym i czynszem zmiennym	Umowa z czynszem zmiennym
Rodzaj obiektu		umowa typowa dla condohoteli oraz obiektów z condo-apartamentami o podwyższonym standardzie z rozbudowaną strefą wspólną	typ umowy najrzadziej występujący, spotykany zarówno w przypadku condohoteli, jak i obiektów z condo-apartamentami	umowa typowa dla większości obiektów z condoapartamentami, w przypadku najlepszych condohoteli brak możliwości zawarcia tego rodzaju umowy
Okres najmu		Czas oznaczony od 3 do 30 lat	Czas oznaczony od 3 do 30 lat	Czas nieokreślony, sporadycznie umowa zawierana na czas oznaczony
Okres najmu w poszczególnych regionach	pas górski	3–15 lat	3–15 lat	nieokreślony
	pas nadmorski	3–30 lat	3–30 lat	nieokreślony
	Warmia i Mazury	5–15 lat	5–15 lat	nieokreślony
	aglomeracje	4–30 lat	4–30 lat	nieokreślony
Gwarantowana stopa zwrotu	pas górski	6–8%	6–8%	b.d.
	pas nadmorski	5–8%	5–8%	b.d.
	Warmia i mazury	6-8%	6-8%	b.d.
	Agglomeracje	6,5-8%	6,5-8%	b.d.

Źródło: Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce, <https://wot.waw.pl>.

Operatorzy działający na rynku condonieruchomości stosują odmienne formy rozliczenia z inwestorem. Rodzaje rozliczeń będące podstawą do zawarcia umowy przedstawiono w tabeli poniżej.

Tabela 1.4. Rodzaje umów z operatorem – podstawa ustalania czynszu

Rodzaj umowy najmu	Umowa z czynszem gwarantowanym	Umowa z czynszem gwarantowanym i czynszem zmiennym	Umowa z czynszem zmiennym
Podstawa ustalenia czynszu	stały czynsz ustalany jako określony w umowie procent netto od ceny netto zakupu lokalu (najczęściej w stanie deweloperskim, bez wyposażenia) oraz ceny netto zakupu miejsca postojowego	spotykane są dwa warianty: 1) czynsz gwarantowany przez pierwsze kilka lat umowy (najczęściej 3 lata), który następnie przechodzi w czynsz zmienny (np. ustalany jako procent – najczęściej 50–70% od przychodów netto z wynajmu apartamentu); 2) czynsz gwarantowany przez cały okres umowy + dodatkowo czynsz zmienny (np. ustalany jako % od zysku netto z działalności obiektu, który dzielony jest pomiędzy inwestorów zgodnie z przyjętym kryterium, np. udziałem powierzchniowym)	operator pobiera prowizję ustaloną jako określony procent (najczęściej 25–30%) od przychodów netto z najmu apartamentu

Źródło: Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce, <https://wot.waw.pl>.

W umowach zawieranych przez operatorów z inwestorami będącymi właścicielami jednostek w budynkach komercyjnych działających na podstawie modelu condonieruchomości zawarte są inne postanowienia, które przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 1.5. Pozostałe warunki umowy z operatorem

Rodzaj umowy najmu		Umowa z czynszem gwarantowanym	Umowa z czynszem gwarantowanym i czynszem zmiennym	Umowa z czynszem zmiennym
Pozostałe warunki umów najmu	okres płatności czynszu	kwartalny lub miesięczny	kwartalny lub miesięczny	miesięczny
	indeksacja	część umów najmu zawiera zapisy dot. indeksacji czynszu	część umów najmu zawiera zapisy dot. indeksacji czynszu	brak zapisów dot. indeksacji czynszu
	pobyt właścicielski	ściśle określona liczba dni w roku, najczęściej 14–21 dni, z wyłączeniem jasno wskazanych w umowie okresów	ściśle określona liczba dni w roku, najczęściej 14–21 dni, z wyłączeniem jasno wskazanych w umowie okresów	dowolna liczba dni w roku
	koszty pokrywane przez operatora	koszty obsługi najmu oraz koszty funkcjonowania całego obiektu, w tym koszty mediów oraz napraw bieżących lokalu	koszty obsługi najmu oraz koszty funkcjonowania całego obiektu, w tym koszty mediów oraz napraw bieżących lokalu	koszty obsługi najmu, w tym koszty sprzątnięcia lokalu
	koszty pokrywane przez właściciela	podatek od nieruchomości, opłata za użytkowanie wieczyste (jeśli dotyczy), ubezpieczenie lokalu; czasami pobierana jest przez operatora stała opłata na cele okresowych remontów lokalu i wymiany wyposażenia	podatek od nieruchomości, opłata za użytkowanie wieczyste (jeśli dotyczy), ubezpieczenie lokalu; czasami pobierana jest przez operatora stała opłata na cele okresowych remontów lokalu i wymiany wyposażenia	podatek od nieruchomości, opłata za użytkowanie wieczyste (jeśli dotyczy), ubezpieczenie lokalu, czynsz do wspólnoty, opłaty za media, koszty konserwacji oraz bieżących napraw i remontów lokalu.

Źródło: Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce, <https://wot.waw.pl>.

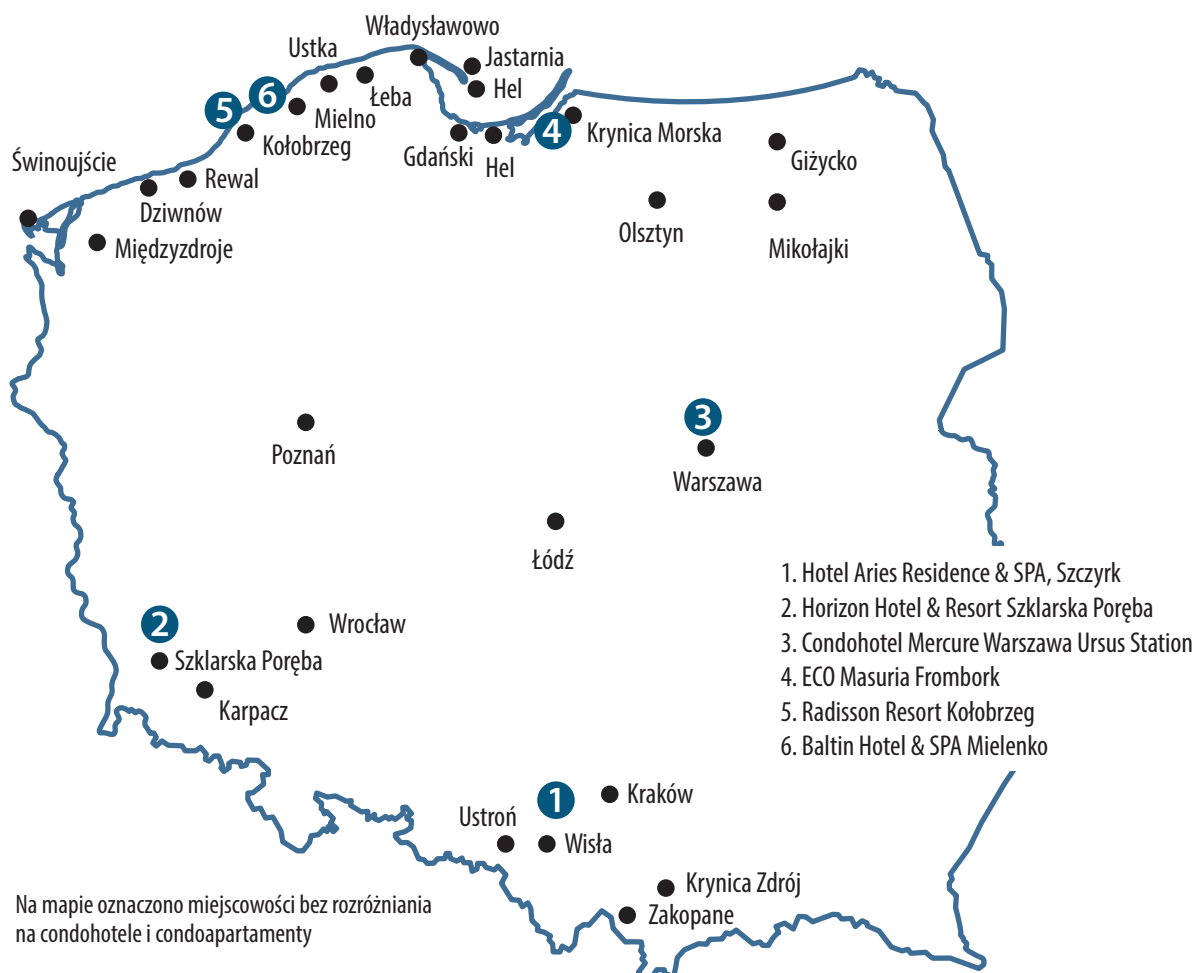
1.6. Przegląd inwestycji w systemie condo w Polsce

Rynek inwestycji w Polsce realizowany w systemie condonieruchomości można podzielić na dwie grupy. Inwestycje zrealizowane (działające) oraz inwestycje w realizacji. Największym skupiskiem obiektów komercyjnych realizowanych w systemie condo charakteryzuje się północna część Polski. Pas nadmorski jako obszar o największym nasyceniu ruchu turystycznego niesie za sobą potrzebę zapewnienia bazy noclegowej dla turystów z całej Polski oraz przyjezdnych z zagranicy.

W pasie nadmorskim, według raportu Emmerson Evaluation w 2018 roku, funkcjonowało ponad 100 obiektów tego typu – to ponad 46% wszystkich w Polsce. Pas górski jako obszar drugi pod względem wielkości zapotrzebowania na usługi hotelarskie stanowi około 40% rynku krajowego. Trzecim rynkiem dynamicznie rozwijającym się są aglomeracje z 10%

udziałem³³. Warmia i Mazury stanowi niewielki ułamek (ok. 4%) rynku określany w raporcie. Zdecydowana większość obiektów w pasie nadmorskim znajduje się w województwie zachodniopomorskim i stanowi około 75% wszystkich inwestycji na wybrzeżu Bałtyku.

Specyfika polskiego rynku charakteryzuje się zdecydowaną przewagą obiektów składających się z condoapartamentów. Obiekty stanowiące condohotele to tylko 10% realizowanych inwestycji w omawianym systemie.

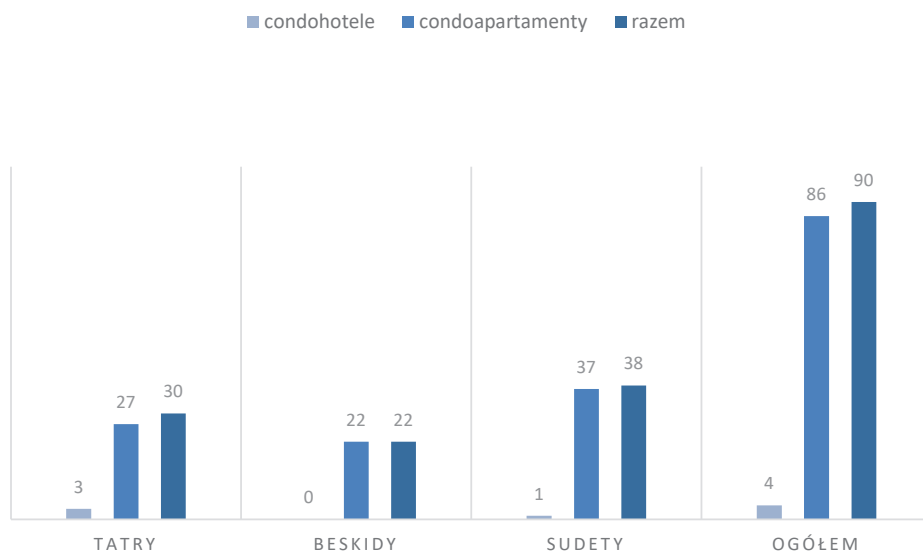


Rysunek 1.1. Usytuowanie miejscowości na terenie Polski z największą liczbą condonieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

Południowa część Polski stanowi drugi pod względem nasycenia inwestycjami realizowanymi w systemie condonieruchomości obszar. Wielkość rynku przedstawiono na wykresach poniżej. Na rysunku 1.1 przedstawiono dane dotyczące poszczególnych rejonów w paśmie górskim, gdzie zauważa się największe nasycenie tego typu obiektami w Sudetach, w mniejszym w Tatrach i najmniejszym w Beskidach.

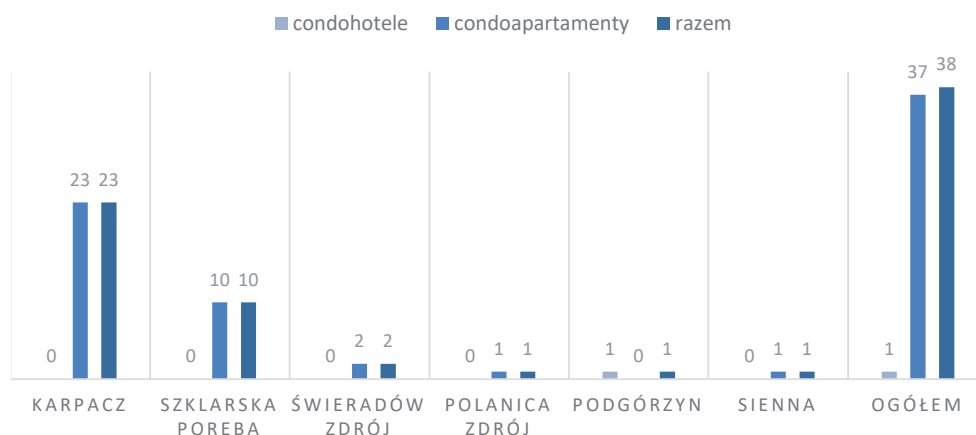
³³ Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce 2018, <https://www.emmerson-evaluation.pl/> (11.06.2020).



Rysunek 1.2. Liczba istniejących condonieruchomości w pasie górskim

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

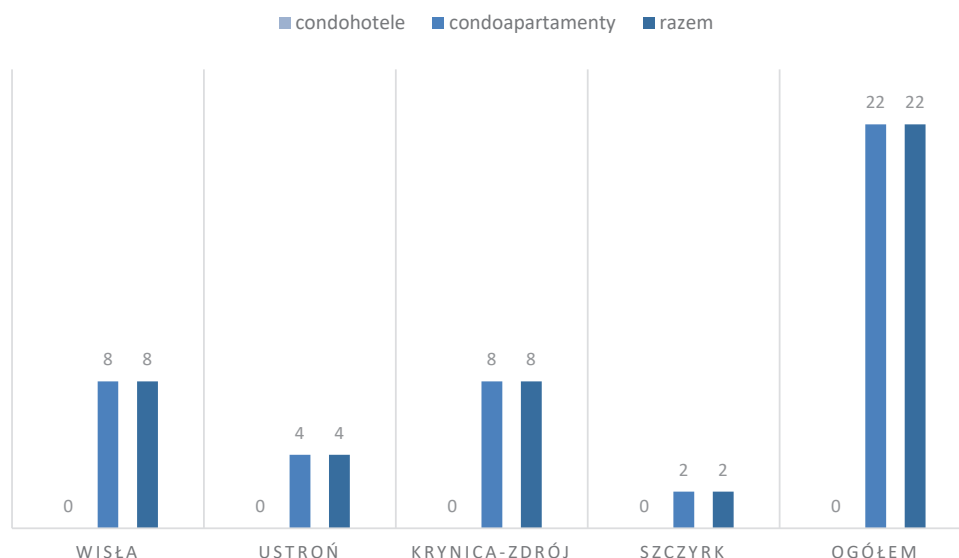
W rejonie Sudetów umiejscowiono ponad 40% istniejących condonieruchomości w polskich górach. Drugim pod względem wielkości rynkiem condonieruchomości w pasie górskim jest zaś rejon Tatr stanowiący ponad 30% udział w rynku oraz rejon Beskidów z blisko 25% udziałem, co przedstawiono na rysunku 1.2.



Rysunek 1.3. Liczba istniejących condonieruchomości w Sudetach

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

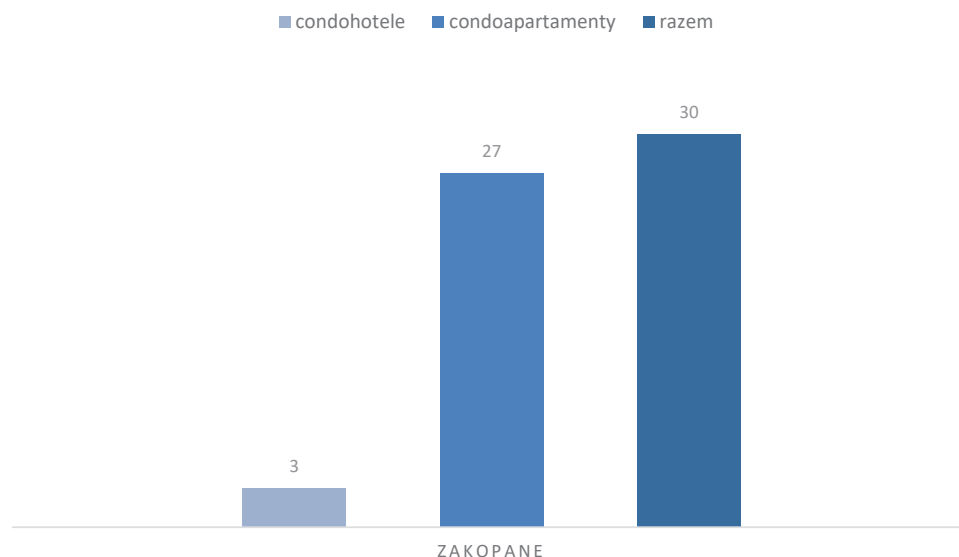
Condohotele zlokalizowane są jedynie w Zakopanem oraz jeden w Podgórzynie, co przedstawiono na rysunkach 1.3 oraz 1.5. Rynek ten nie cieszy się taką popularnością jak condoapartamenty przeznaczone na wynajem krótkoterminowy.



Rysunek 1.4. Liczba istniejących condonieruchomości w Beskidach

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Zakopane to miejscowość z największą liczbą zrealizowanych obiektów w systemie condoapartamentów (rys. 1.5), a także Karpacz oraz Szklarska Poręba (rys. 1.3). W Beskidach condoapartamenty zlokalizowano natomiast w miejscowościach o dużym potencjale turystycznym, czyli w Wiśle (8 obiektów), Krynicy-Zdroju (8), oraz Ustroniu (4) i tylko 2 w Szczyrku (rys. 1.4).

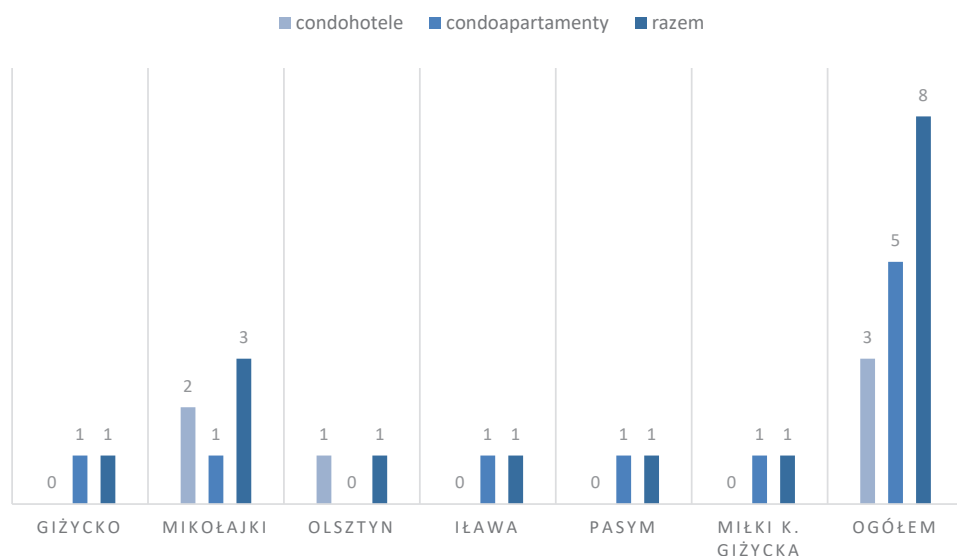


Rysunek 1.5. Liczba istniejących condonieruchomości w Tatrach

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Warmia i Mazury to rejon Polski atrakcyjny turystycznie, jednak rynek condonieruchomości jest tam słabo rozwinięty. Istnieją jedynie 3 condohotele zlokalizowane w rejonie o dużym potencjale turystycznym – w Mikołajkach (2) oraz jeden w Olsztynie (por. rys. 1.6).

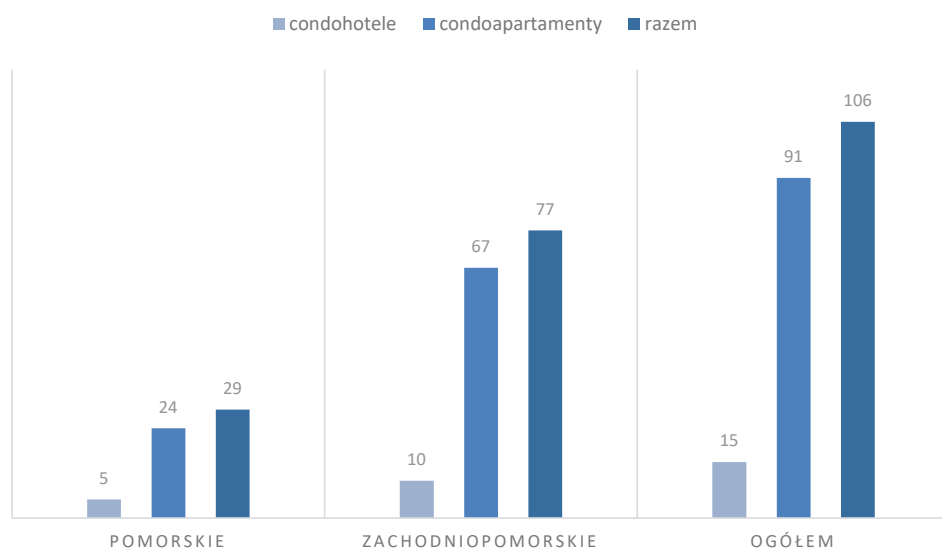
Nieznacznie korzystniej przedstawia się sytuacja condoapartamentów, które występują również w atrakcyjnych turystycznie miejscowościach.



Rysunek 1.6. Liczba istniejących condonieruchomości na Warmii i Mazurach

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Województwo zachodniopomorskie oraz jego kurorty stały się zagłębiem lokalizacyjnym dla obiektów realizowanych w systemie condo w odniesieniu do apartamentów, co zaprezentowano na rysunku 1.7.

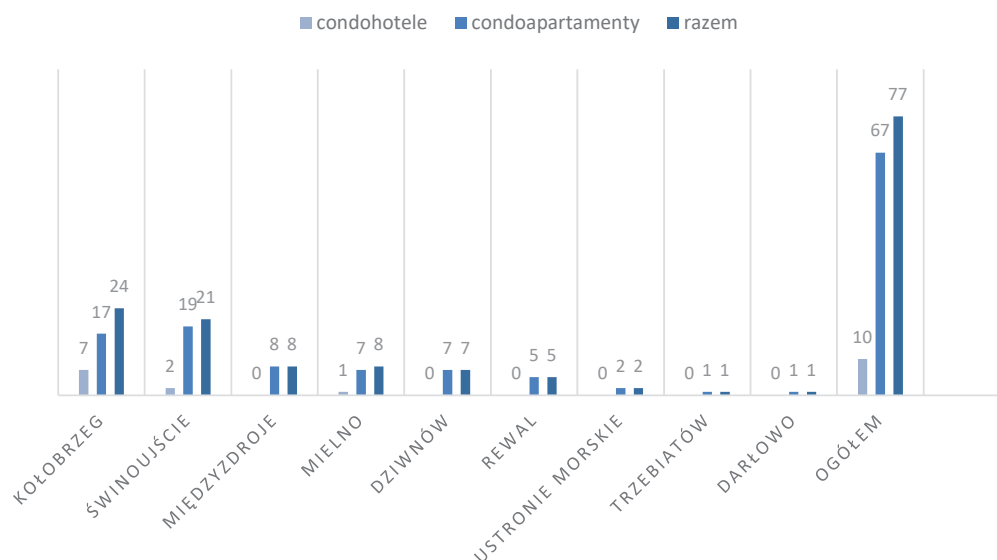


Rysunek 1.7. Liczba istniejących condonieruchomości w pasie nadmorskim

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Liderem w tym zestawieniu jest Świnoujście, gdzie znajduje się ponad 20% obiektów z apartamentami wypoczynkowymi. Drugim pod względem wielkości miejscem z największą liczbą condonieruchomości jest inny nadmorski kurort – Kołobrzeg z 19% udziałem w rynku.

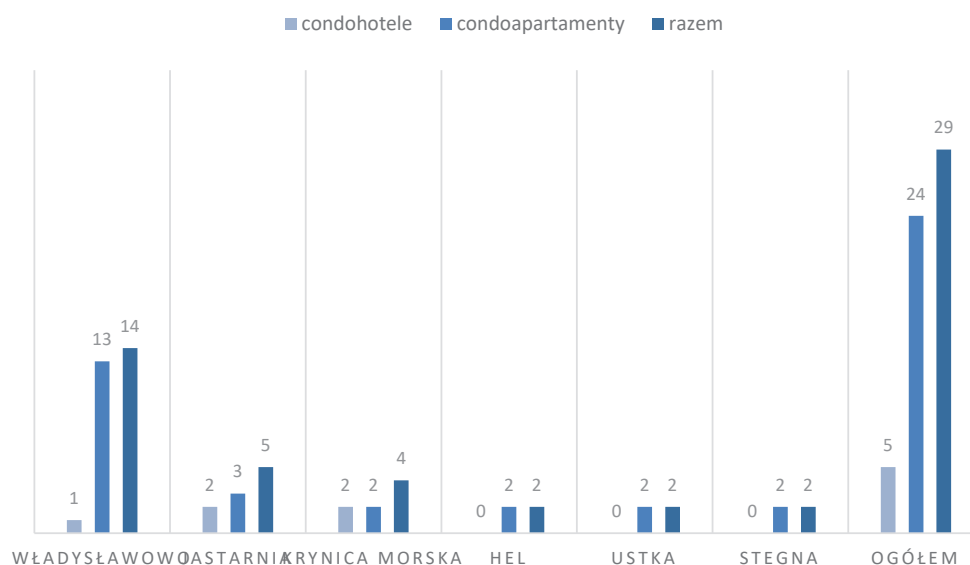
Władysławowo z 14% udziałem w rynku zajmuje 3 miejsce w tym zestawieniu. Inne nadmorskie miejscowości stanowią niewielki odsetek rynku z uwagi na to, że funkcjonują tam pojedyncze obiekty. Nieco inaczej przedstawia się rynek condohoteli, w ramach którego Kołobrzeg stanowi lokalizację dla ponad 50% wszystkich inwestycji realizowanych w pasie nadmorskim, co przedstawiono na rysunku 1.8.



Rysunek 1.8. Liczba condonieruchomości w województwie zachodniopomorskim

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Rynek condohoteli w innych nadmorskich miejscowościach wypoczynkowych stanowi niewielki procent wszystkich inwestycji realizowanych w tym systemie, co zaprezentowano na rysunku 1.8 i 1.9.

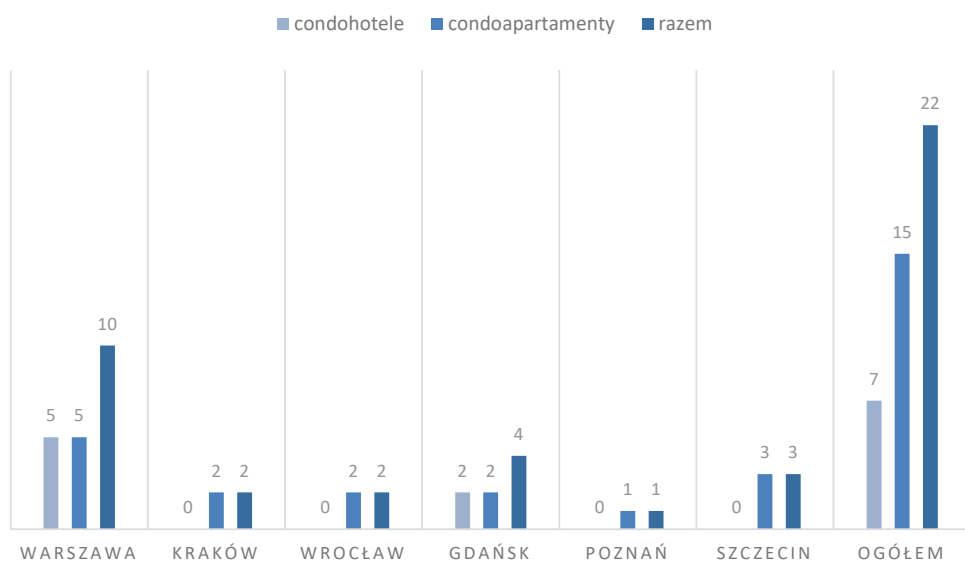


Rysunek 1.9. Liczba istniejących condonieruchomości w województwie pomorskim

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Aktualnie rynek condonieruchomości w największych polskich miastach jest słabo rozwinięty. Condohotele funkcjonują bowiem jedynie w Warszawie i Gdańsku. Rynek warszawski to około 70% wolumenu zrealizowanego w systemie condo.

Inaczej przedstawia się rynek condoapartamentów przeznaczonych na wynajem krótkoterminowy. Na rynku warszawskim funkcjonuje 5 tego typu obiektów, natomiast w innych aglomeracjach znajdują pojedyncze obiekty. Szczecin stanowi wiodący rynek w Polsce w odniesieniu do condoapartamentów, gdzie funkcjonują 3 obiekty zrealizowane w systemie condo – to 20% rynku ogólnopolskiego, co przedstawiono na rysunku 1.10.

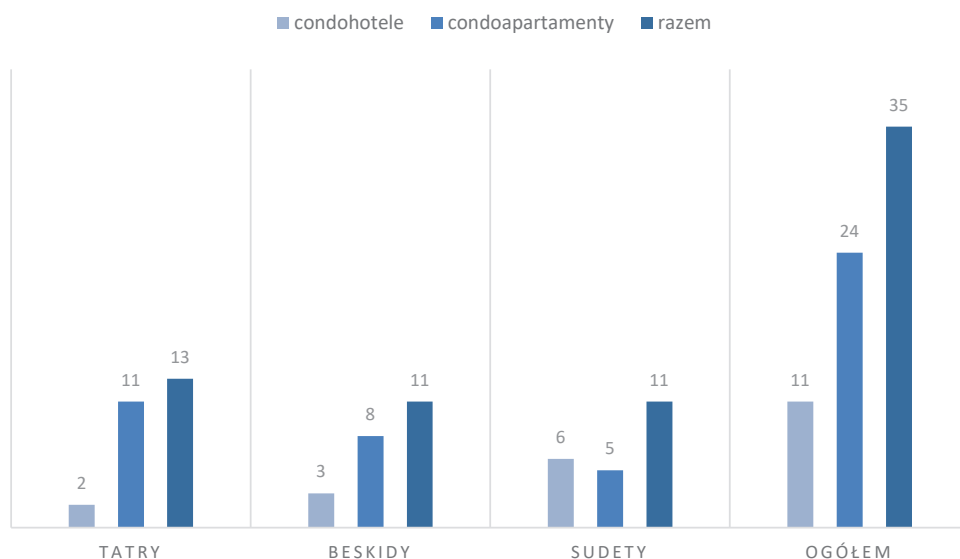


Rysunek 1.10. Liczba istniejących condonieruchomości w aglomeracji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

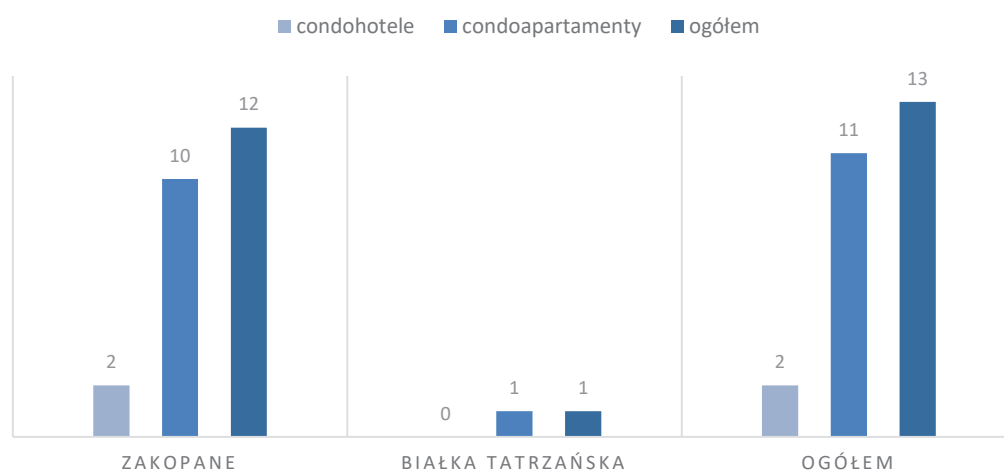
Obok inwestycji zrealizowanych i funkcjonujących zgodnie z przeznaczeniem w miejscowościach turystycznych rozpoczęto nowe inwestycje, dane na temat inwestycji realizowanych w paśmie górskim przedstawiono na rysunku 1.11. Obecnie jest realizowanych 11 inwestycji condohoteli w pasie górskim. Karpacz i Zakopane są liderami rynku condohoteli – 2 obiekty realizuje się w Zakopanem oraz 3 w Karpaczu i kilka pojedynczych.

Korzystniej przedstawia się sytuacja na rynku condoapartamentów, gdzie tylko w Zakopanem realizowanych jest obecnie 10 obiektów, 3 w Ustroniu, 2 w Wiśle i Szczyrku i kilka pojedynczych w różnych miejscowościach (zob. rys. 1.12). Do końca 2020 roku planuje się zrealizować inwestycje w pasie górskim, które szacuje się na blisko 5 tys. nowych pokoi w condonieruchomościach.



Rysunek 1.11. Liczba condonieruchomości w pasie górskim w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

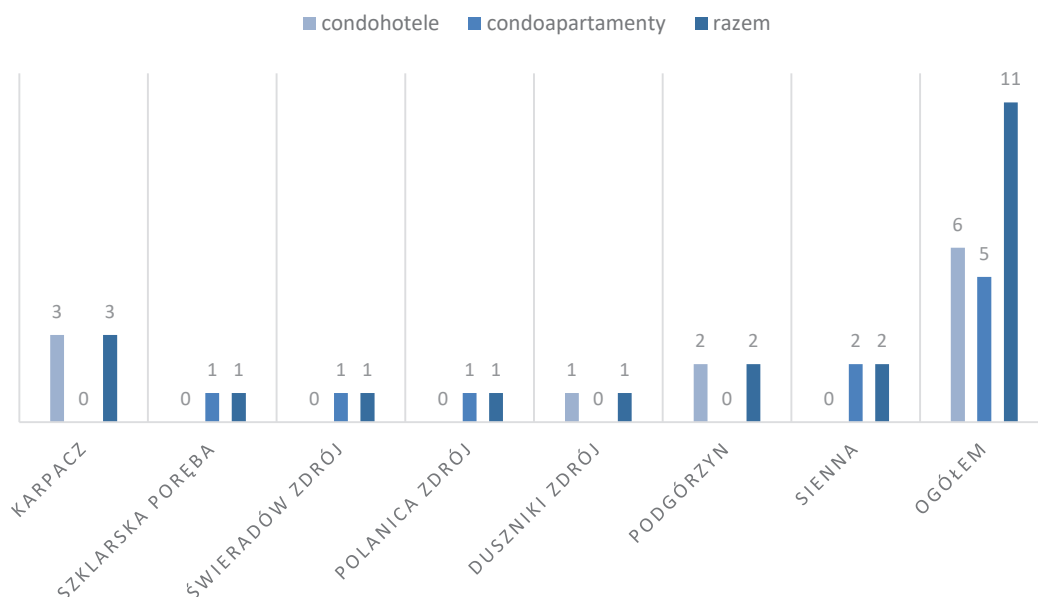


Rysunek 1.12. Liczba condonieruchomości w Tatrach w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

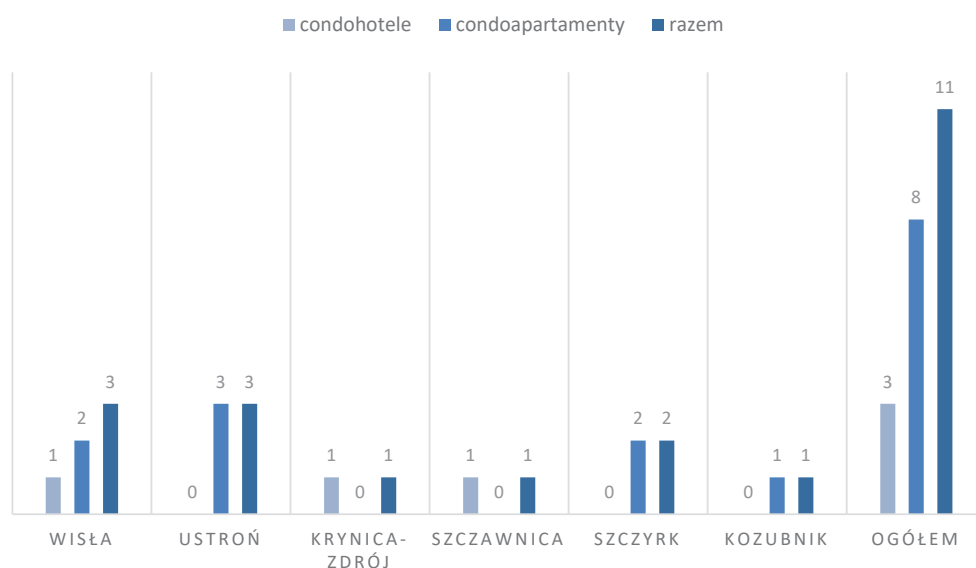
Sudecki rynek condonieruchomości w realizacji przedstawiono na rysunku 1.13 z którego wynika, że Karpacz jest miejscem z największą liczbą realizowanych obiektów.

Podobną aktywność deweloperów i realizowanych inwestycji zauważa się w Beskidach, gdzie realizowanych jest 11 inwestycji, co przedstawiono na rysunku 1.14.



Rysunek 1.13. Liczba condonieruchomości w Sudetach w realizacji

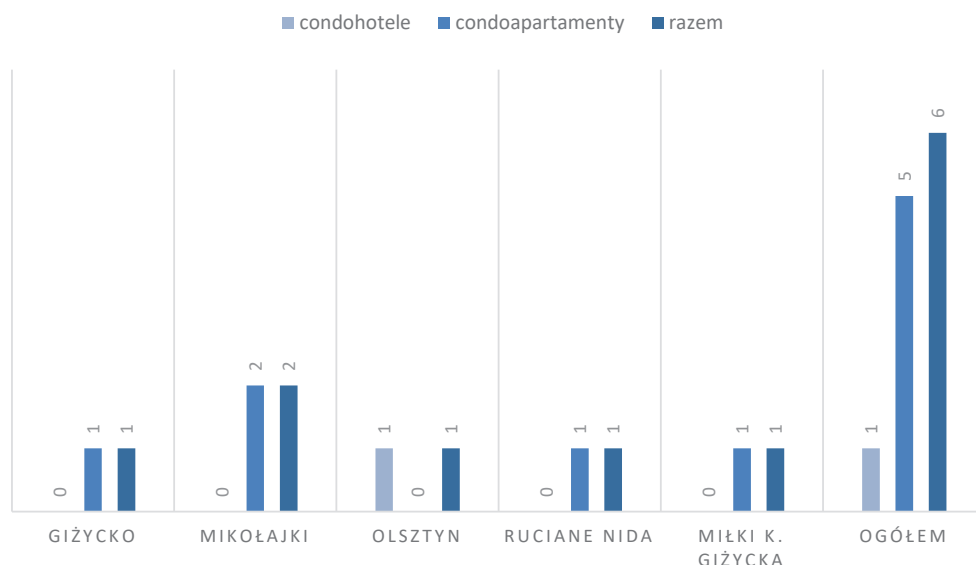
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.



Rysunek 1.14. Liczba condonieruchomości w Beskidach w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

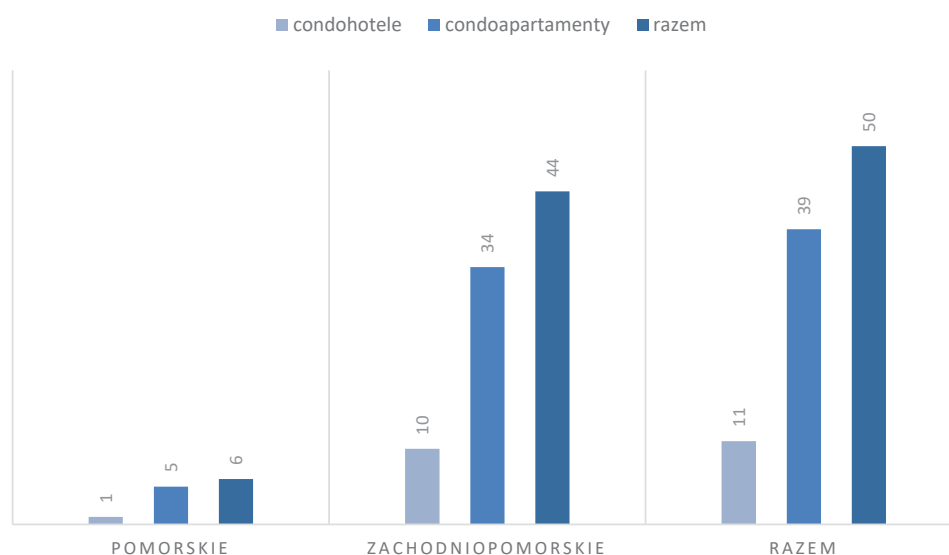
Na Warmii i Mazurach, a dokładnie w Olsztynie, obecnie realizowana jest jedna inwestycja związana z rynkiem condohoteli. Korzystniej przedstawia się sytuacja na rynku condoapartamentów na wynajem krótkoterminowy, bowiem w Mikołajkach realizowane są 2 inwestycje i po jednej w Giżycku, Ruciane Nida i Miłkach koło Giżycka. Rynek Warmii i Mazur jest dopiero odkrywany przez deweloperów i stopniowo zyskuje na atrakcyjności inwestycyjnej. Szacuje się, że do końca 2020 roku w rejonie Warmii i Mazur przybędzie 6 nowych inwestycji z około 350 pokojami, zrealizowanych w systemie condo, dane szczegółowe przedstawiono na rysunku 1.15.



Rysunek 1.15. Liczba condonieruchomości na Warmii i Mazurach w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

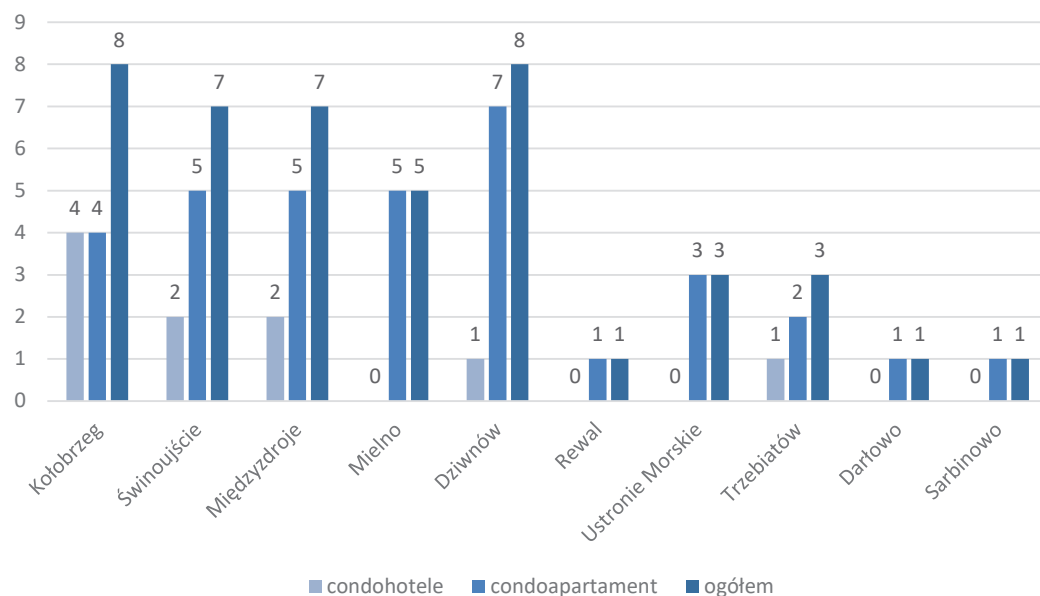
W 2018 roku przygotowywane bądź w realizacji są inwestycje w przeważającej mierze w kurortach w pasie nadmorskim. Szczegółowe dane zaprezentowano na rysunku 1.16, łatwo zauważyć dominację kurortów województwa zachodniopomorskiego, gdzie realizowanych jest 50 inwestycji.



Rysunek 1.16. Liczba condonieruchomości w pasie nadmorskim w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Miejscowości, które są najczęściej wybierane przez deweloperów to Kołobrzeg, Świnoujście i Międzyzdroje, Mielno i Dziwnów (zob. rys. 1.17).



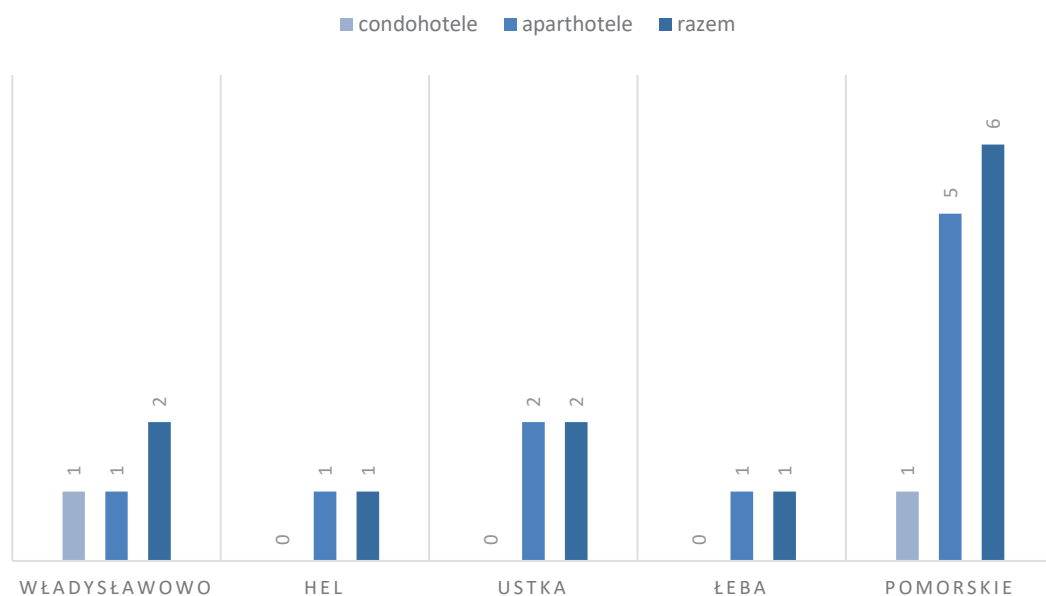
Rysunek 1.17. Liczba condonieruchomości w województwie zachodniopomorskim w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Condoapartamenty i condohotele planowane w pasie nadmorskim umiejscowione są najczęściej w województwie zachodniopomorskim i stanowią około 90% wszystkich tego typu inwestycji. Według szacunków raportu Emmerson Evaluation w roku 2020 najwięcej obiektów zbudowanych w systemie condo umiejscowionych będzie w Kołobrzegu (ponad 30). Na dalszej pozycji będzie Świnoujście, Władysławowo i Międzyzdroje. Z raportu wynika także, że na koniec 2020 roku w całym pasie nadmorskim przybędzie około 7 tys. nowych pokoi i apartamentów zrealizowanych w systemie condonieruchomości.

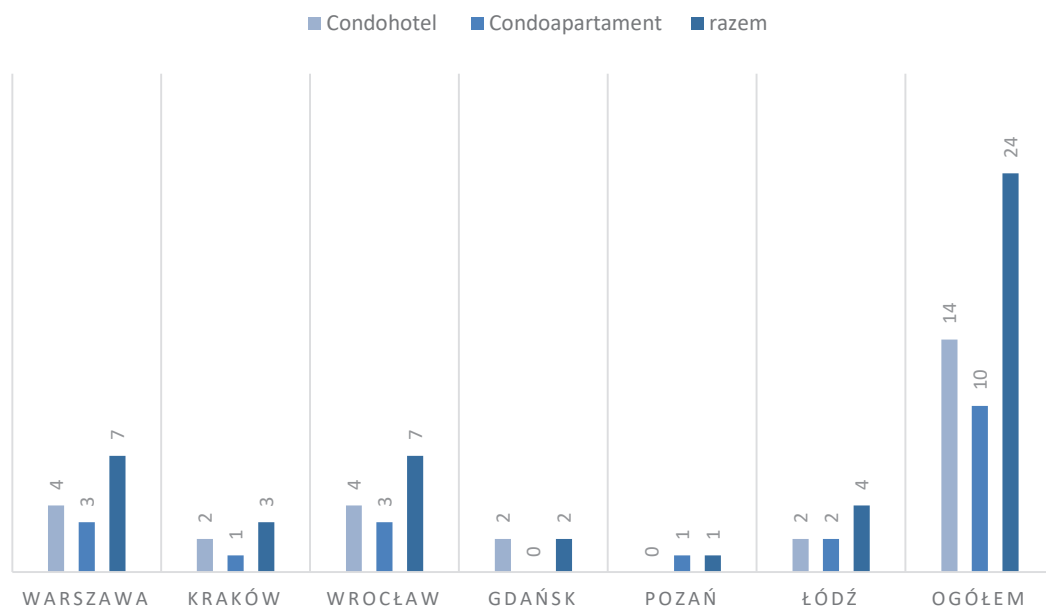
Województwo pomorskie mimo atrakcyjnych warunków lokalizacyjnych (pas nadmorski) cechuje się mniejszym nasyceniem inwestycji realizowanych w systemie condo – podjęto jedynie 6 tego typu przedsięwzięć, co przedstawiono na rysunku 1.18.

Aglomeracje zyskują na atrakcyjności w odniesieniu do rynku condonieruchomości. Deweloperzy oraz inwestorzy dostrzegli lukę na rynku i nastąpił wzrost zapotrzebowania na tego typu nieruchomości. Dynamicznie zaczął rozwijać się rynek condohoteli w największych miastach w Polsce. Liderem pozostaje Warszawa i Wrocław, gdzie obecnie realizowane są po 4 obiekty w systemie condohoteli. Dalsze pozycje zarezerwowane są dla Krakowa, Gdańska i Łodzi, gdzie realizuje się po 2 tego typu inwestycje, co przedstawiono na rysunku 1.19.



Rysunek 1.18. Rozkład condonieruchomości w województwie pomorskim w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.



Rysunek 1.19. Rozkład condonieruchomości w aglomeracjach w realizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce*, <https://wot.waw.pl>.

Inaczej przedstawia się sytuacja na rynku condoapartamentów, w ramach którego realizowanych jest mniej przedsięwzięć inwestycyjnych. Podobnie jak na rynku condohoteli liderami pozostaje Wrocław i Warszawa, gdzie są realizowane po 3 takie obiekty. W mniejszym stopniu realizowane są projekty inwestycyjne w Łodzi (2) oraz po jednym w Poznaniu i Krakowie. Szacuje się, że na koniec 2020 roku we wszystkich wymienionych w tabeli aglomeracjach powstanie około 3,5 tys. nowych lokali w condohotelach oraz condoapartamentach.

Obszarem o największym nasyceniu nieruchomościami realizowanymi w systemie condo charakteryzuje się północna część Polski, a konkretnie pas nadmorski. Inwestycje realizowane są w miejscowościach o ugruntowanym potencjale turystycznym (tzw. kurorty) – w Kołobrzegu, Świnoujściu, Międzyzdrojach i we Władysławowie. Na północy Polski w roku 2018 funkcjonowało ponad 100 tego typu obiektów, co stanowiło ponad 45% wszystkich zidentyfikowanych obiektów w analizowanych rejonach.

Kolejnym w zestawieniu rynkiem, o podobnym potencjale, jest obszar południowej Polski, a konkretnie pas górski. Analogicznie jak w przypadku terenów nadmorskich obiekty realizowane w systemie condo lokalizowane są w miejscowościach o znacznym potencjale turystycznym – Zakopane, Karpacz, Szklarska Poręba. Condonieruchomości zlokalizowane w pasie górskim stanowią w przybliżeniu 40% wszystkich zrealizowanych nieruchomości w Polsce w badanym okresie.

Condonieruchomości lokalizowane w aglomeracjach stanowią jedynie 10% rynku (wszystkich realizowanych inwestycji). Nieruchomości w tym systemie lokalizowane są wyłącznie w kilku największych miastach takich jak Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk i Poznań, czyli w miejscowościach o znacznym potencjale turystycznym. Należy zauważyć, że nieruchomości realizowane w tym systemie zyskują coraz większą popularność. Rynkiem o znikomym potencjale rynku condonieruchomości jest obszar Warmii i Mazur. Na uwagę zasługuje także to, że pod względem turystycznym Warmia i Mazury stanowią obszar o ugruntowanej pozycji i znacznym potencjale. Znikome nasycenie około 5% rynku wynika z tego, że Warmia i Mazury charakteryzują się sezonowością ruchu turystycznego oraz mniejszą liczbą turystów w porównaniu z rejonem gór i nadmorskim, co ogranicza osiąganą przez inwestorów stopę zwrotu.

Inwestowanie na rynku nieruchomości ze szczególnym uwzględnieniem condonieruchomości

2.1. Definicje inwestycji w ekonomii

Przez inwestycje rozumie się lokowanie nadwyżki dochodów powstałej ponad wydatki wynikające z zaspokajania codziennych potrzeb konsumpcyjnych. Celem inwestycji jest tworzenie dochodu na skutek określonego początkowego wydatku w zamian za niepewne przyszłe zyski. Zdarza się, że bieżące przychody przewyższają potrzeby konsumpcyjne, wówczas zachodzi zjawisko oszczędzania nadwyżki pieniężnej. Nagromadzone oszczędności są przeznaczane na różne cele, czasami są inwestowane, a innym razem zalegają na nieoprocentowanym rachunku bankowym, bądź w skrajnych przypadkach w domowej szafie. Nieinwestowane środki finansowe nominalnie mają tę samą wartość, realnie pomniejszoną o wskaźnik inflacji. Świadoma rezygnacja z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłej konsumpcji jest określana jako oszczędzanie. Każde działanie, które prowadzi do zwiększenia w przyszłości kwoty środków finansowych ze zgromadzonych oszczędności nosi nazwę inwestycji.

Inwestycja (*investment*) – to zaangażowanie określonej kwoty pieniędzy na pewien okres, aby w przyszłości otrzymać jej zwrot kompensujący inwestorowi 1) czas, w którym pieniądze były zaangażowane; 2) przewidywany współczynnik inflacji oraz 3) ryzyko inwestycji¹.

Według F.K. Reilly, K.C. Brown w każdym przypadku inwestor angażuje znaczną sumę środków finansowych w danym momencie w inwestycje o oczekiwanym w przyszłości zwrocie, który podwyższy zainwestowaną kwotę². Inwestorzy angażując wolne środki finansowe, oczekują zwrotu z tytułu odłożonej konsumpcji (oszczędności), a więc takiej stopy zwrotu, która skompensuje upływ czasu, przewidywany współczynnik inflacji oraz ryzyko inwestycji. Taką relację między zainwestowanym kapitałem a uzyskaną kwotą pieniędzy nazywamy oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji (*required rate of return*).

Z innego założenia wychodzi J.C. Francis, według którego inwestycja to lokata pieniężna. Francis nie odnosi się do nadwyżki przychodu pomniejszonej o wydatki konsumpcyjne. Traktuje inwestycję jako instrument służący do pomnażania środków finansowych w oderwaniu od potrzeb egzystencjonalnych człowieka. Według niego inwestycja to lokata pieniężna, której

1 F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Warszawa 2001, s. 29 (tytuł oryginału: *Investment Analysis and Portfolio Management*).

2 Ibidem.

zadaniem jest tworzenie dochodu, a każda inwestycja pociąga za sobą pewne ryzyko – wymaga określonego początkowego wydatku w zamian za niepewne przyszłe zyski³.

Inne podejście do pojęcia inwestycji prezentuje H.B. Mayo w publikacji *Inwestycje*. Według tego badacza pojęcie inwestycji jest szersze i może mieć więcej niż jedno znaczenie. Mayo prezentuje pogląd, że w ekonomii, termin inwestycja oznacza nabywanie przez przedsiębiorstwo takich aktywów fizycznych, jak zakład przemysłowy, wyposażenie czy zapasy lub nabywanie przez osobę indywidualną nowego domu⁴. Dalej Mayo wyjaśnia, że dla osoby niebędącej profesjonalnym ekonomistą słowo to oznacza kupowanie akcji lub obligacji (może nawet domu), ale najprawdopodobniej nie oznacza kupowania zakładu, wyposażenia czy zapasów⁵. Zarówno przedsiębiorstwo, jak i osoba fizyczna oczekują nabywając aktywa, że będą one zyskowne. Różnica w definiowaniu inwestycji zawiera się w całkowitej zmianie produktywności aktywów, następującej na skutek inwestycji. Firmy inwestując w fabryki lub w ich środki trwałe, podnoszą wartość netto wydajności aktywów.

W podobnej sytuacji, gdy osoba fizyczna inwestuje w akcje lub obligacje wzrost nie jest zauważany. Z każdą inwestycją poczynioną przez kupującego wiąże się deinwestycja poczyniona przez sprzedającego, obie wymienione strony handlują tym samym walorem – sprzedający wymienia papier wartościowy na gotówkę, a kupujący gotówkę na papier wartościowy⁶.

Uczestnicy rynku nieruchomości dokonujący inwestycji oczekują wzrostu netto zainwestowanego kapitału i tym samym wzrostu aktywów. Mechanizm pomnażania kapitału w określonym czasie nazywamy stopą zwrotu z zainwestowanych środków. Inaczej mówiąc stopa zwrotu to zwrot osiągnięty z inwestycji w danym roku w relacji do jej kosztu.

Stopa zwrotu – w literaturze określana jest jako podstawowa zmienna losowa wykorzystywana w analizie inwestycyjnej. Stopa zwrotu jest pojęciem ważnym, ponieważ mierzy tempo wzrostu lub spadku bogactwa inwestorów. Jednookresowa stopa zwrotu z inwestycji, oznaczana symbolem r , określa całkowity dochód, jaki inwestor otrzymałby w okresie inwestycyjnym. Przychód roczny wyrażany jest w procentach i obliczany jest od początkowej wartości inwestycji⁷:

$$r = \frac{(\text{wartość końcowa}) - (\text{wartość początkowa})}{(\text{wartość początkowa lub cena zakupu})} \times 100\%$$

W celu zobrazowania mechanizmu stopy zwrotu w pewnym okresie czasu, w tabeli 2.1 wymieniono przykłady typowych nieruchomości, oraz ich wartości rynkowe początkowe i końcowe, a także zwrot wynikający ze wzrostu wartości. Sposób obliczenia stopy zwrotu przedstawiono w dalszej części opracowania.

3 J.C. Francis, *Inwestycje analiza i zarządzanie*, Warszawa 2000, s. 1 (tytuł oryginału Investments: Analysis and Management).

4 H.B. Mayo, *Inwestycje*, Warszawa 2019, s. 6 (tytuł oryginału: Investments An Introduction).

5 Ibidem.

6 Ibidem.

7 J.C. Francis, *Inwestycje analiza i zarządzanie*, Warszawa 2000, s. 1 (tytuł oryginału Investments: Analysis and Management).

Tabela 2.1. Dochód generowany przez nieruchomości w badanym okresie

Opis	Nieruchomość mieszkaniowa (zł)	Nieruchomość komercyjna (zł)	Nieruchomość rolna (grunty rolne)	Czas
wartość początkowa	300 tys.	500 tys.	1 mln	5 lat
wartość końcowa	340 tys.	600 tys.	960 tys.	5 lat
zwrot (przychód)	40 tys.	100 tys.	-40 tys.	5 lat

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Szelągowska, A.A. Trzebinski, W. Orzechowski, *Finansowanie Nieruchomości w Teorii i Praktyce*, Warszawa 2018, s. 117–120.

Nieruchomość mieszkaniowa, obliczanie stopy zwrotu dla nieruchomości mieszkaniowej w pięcioletnim okresie.

$$r = \frac{340\,000 - 300\,000}{300\,000} = \frac{40\,000}{300\,000} = 0,133 = 13,3\%$$

W badanym przykładzie przy zakupie nieruchomości mieszkaniowej za kwotę 300 tys. zł inwestor uzyskał 40 tys. zł zwrotu z inwestycji. W ciągu 5 lat uzyskano 13,3% dochodu inwestycyjnego, przekładając uzyskany dochód w okresie rocznym inwestor uzyskał 2,66% inwestując wolne środki finansowe na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

$$r = \frac{600\,000 - 500\,000}{500\,000} = \frac{100\,000}{500\,000} = 0,2 = 20\%$$

W badanym przykładzie nieruchomości komercyjnych inwestor uzyskał wyższe stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Na rynku nieruchomości komercyjnych uzyskano w tym samym okresie 20% zwrot z zainwestowanego kapitału, co w ujęciu rocznym daje 4%. Inwestując wolne środki na rynku nieruchomości komercyjnych, uzyskano lepsze rezultaty i tym samym zwiększyła się wartość netto aktywów inwestora. Inwestorzy lokując wolne środki finansowe, oczekują zwrotu z zainwestowanego kapitału w pewnym okresie czasu, oraz spodziewają się zwiększenia aktywów netto.

Zdarzają się również sytuacje, że inwestorzy nie zwiększają aktywów netto, a stopy zwrotu są ujemne. Mówimy wówczas o stratach poniesionych przez inwestora lokującego środki w nieruchomości, które tracą na wartości w pewnym okresie.

$$r = \frac{960\,000 - 1\,000\,000}{1\,000\,000} = \frac{-40\,000}{1\,000\,000} = -0,04 = 4\%$$

W badanym przypadku inwestor poniósł stratę w wielkości 4% w określonym czasie. Zmiana aktywów netto wynosi 0,8% w stosunku rocznym, czyli inwestor traci zainwestowany kapitał o wskaźnik 0,8%.

Według H.B. Mayo, całkowity zwrot⁸ z inwestycji jest tym, co inwestor zarabia. Zarobek może przyjąć formę dochodu, takiego jak dywidendy lub odsetki, formę zysków kapitałowych⁹ lub wzrostu wartości (aprecjacji) instrumentu finansowego, jeśli zwiększy się jego cena. W przypadku niektórych akcji nie płaci się na bieżąco dywidendy, ale może wzrosnąć wartość tych akcji. Wartość innych instrumentów finansowych, włączając w to konta oszczędnościowe, nie wzrasta. W ich przypadku zwrotem jest dochód¹⁰ w postaci odsetek. Zwrot jest najczęściej wyrażony w procentach, czyli w stopie zwrotu, która jest zyskiem osiągniętym z inwestycji w danym roku w relacji do jej kosztu. Przed nabyciem instrumentu finansowego inwestor oczekuje, że osiągnięta dzięki temu stopa zwrotu będzie wyższa niż stopa zwrotu¹¹ z innego instrumentu finansowego obciążonego podobnym ryzykiem. Inaczej nie warto nabywać tego instrumentu. Zrealizowana stopa zwrotu może być oczywiście zupełnie inna od stopy oczekiwanej, wtedy mamy do czynienia z elementem ryzyka¹².

Inaczej w swoich rozważaniach stopę zwrotu przedstawiają F.K. Reilly, K.C. Brown, według których rozróżnić należy oczekiwaną stopę zwrotu, realną stopę zwrotu, historyczną stopę zwrotu i nominalną stopę zwrotu. Ponadto literatura wyróżnia inne stopy zwrotu, takie jak zaprezentowano poniżej.

Historyczna stopa zwrotu jest to (oszacowana) stopa zwrotu z pojedynczej inwestycji za cały okres jej posiadania (*Holding Periot Return* – HPR)¹³ oznacza to, że w sytuacji kiedy inwestujemy, odkładamy bieżącą konsumpcję na rzecz wzrostu własnego majątku, co oznacza zwiększoną konsumpcję w przyszłości. Z tego powodu, gdy mówimy o zwrocie z inwestycji zajmujemy się zmianą majątku wynikającą albo z wpływów środków pieniężnych, np. odsetek z dywidendy, albo ze zmian cen aktywów (dodatnich lub ujemnych)¹⁴. HPR pozwala odzwierciedlić zmiany wartości inwestycji, a inwestorzy na ogół szacują zwrot z inwestycji w postaci rocznej stopy oprocentowania. Konwersja na roczne stopy oprocentowania ułatwia porównanie inwestycji o zróżnicowanym charakterze. Pierwszym krokiem w konwersji HPR na roczną stopę oprocentowania jest określenie zwrotu z inwestycji w wyrażeniu procentowym, w wyniku czego nazywa się ją stopą oprocentowania za okres posiadania inwestycji (*Holding Period YIELD-HPY*)¹⁵.

Realna stopa zwrotu wolna od ryzyka (*Real Risk – Free Rate* – RFR) jest podstawową stopą zakładającą brak inflacji i ryzyka odnośnie do przyszłych przepływów środków pieniężnych. Inwestor w gospodarce bez inflacji z pewnością wie, jakich zwrotów może oczekiwać i jakiego czasu potrzebuje na osiągnięcie RFR. Realna stopa zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka jest ceną pewnej wymiany między bieżącymi a przyszłymi dobrami i usługami¹⁶.

8 Zwrot – suma dochodów i zysków kapitałowych zarobionych na inwestycji w dany instrument finansowy.

9 Wzrost wartości instrumentu rynku kapitałowego, takiego jak akcja.

10 Dochód – przepływ środków pieniężnych lub jego ekwiwalent wytworzony przez dany instrument finansowy; dywidendy lub odsetki.

11 Wyrażony w procentach zwrot w inwestycji w danym roku.

12 H.B. Mayo, *Inwestycje...*

13 F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem...*, s. 31

14 Ibidem.

15 Ibidem.

16 Ibidem, s. 43.

Oczekiwana stopa zwrotu jest to minimalna stopa zwrotu z inwestycji, możliwa do zaakceptowania i kompensująca odłożoną konsumpcję. Oszacowanie oczekiwanej stopy zwrotu należy dokonać biorąc pod uwagę wartość pieniądza w czasie trwania inwestycji, oczekiwaną stopę inflacji oraz ryzyko¹⁷. Wyznaczenie oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji jest skomplikowane z powodu zmian indeksów rynku w czasie.

Nominalna stopa zwrotu jest to stopa procentowa wyrażająca nominalny przychód w stosunku do zaangażowanego kapitału, będąca miarą zyskowności inwestycji bez uwzględniania wskaźnika inflacji (zbyt krótki okres na zmianę poziomu inflacji) oraz wskaźnika poziomu cen¹⁸.

Nieruchomość – w prawie polskim, a konkretnie Kodeksie Cywilnym nieruchomość zdefiniowana jest jako część powierzchni ziemskiej stanowiąca odrębny przedmiot własności (grunty), jak również budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności (art. 46 par. 1 KC). Szczególną cechą w odniesieniu do nieruchomości jest obowiązek prowadzenia księgi wieczystej dla konkretnej nieruchomości, o czym stanowi art. 46 par. 2 KC. Księgi wieczyste podlegają szczególnym rygorom, z których najważniejsza jest jawność ksiąg wieczystych (prawo do ich przeglądania) oraz zasada rękojmi wiary publicznej ksiąg wieczystych. Oznacza to, że wpisy dokonane w księdze wieczystej są zgodne ze stanem faktycznym, a wpisy wykreślone uznawane są za nieistniejące. Księga wieczysta składa się z działów i zawiera pełne informacje o nieruchomości. Akty prawne regulujące funkcjonowanie ksiąg wieczystych:

- ustawa z 6 lipca 1982 roku o księgach wieczystych i hipotece (t.j. Dz.U. 2013, poz. 707),
- Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z 27 listopada 2013 roku w sprawie Centralnej Informacji Ksiąg Wieczystych (Dz.U. 2013, poz. 1407),
- Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z 29 listopada 2013 roku w sprawie wysokości opłat od wniosków o wydanie przez Centralną Informację Ksiąg Wieczystych odpisów ksiąg wieczystych, wyciągów z ksiąg wieczystych i zaświadczeń o zamknięciu ksiąg wieczystych oraz od wniosku o wyszukanie ksiąg wieczystych w centralnej bazie danych ksiąg wieczystych (Dz.U. 2013, poz. 1412),
- Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z 25 września 2014 roku w sprawie określenia sądów rejonowych prowadzących księgi wieczyste oraz obszarów ich właściwości miejscowej (Dz.U. 2014, poz. 1398).

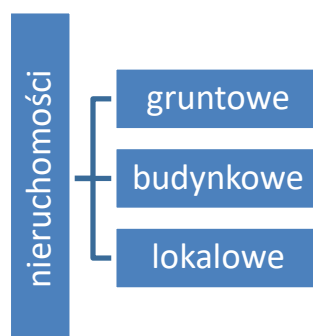
Nieruchomości jako jedno z podstawowych dóbr ludzkich stały się obiektem pożądania oraz, obok obligacji skarbowych i akcji, przedmiotem inwestycji¹⁹ o minimalnym ryzyku utraty wartości. Według M. Hoesly, B.D. MacGregor nieruchomość przedstawiana jest jako wydzielony obszar ziemi wraz z wzniesionymi na nim budynkami i urządzeniami²⁰. Polskie prawo, a konkretnie Kodeks Cywilny wyróżnia trzy rodzaje nieruchomości.

¹⁷ Ibidem s. 42.

¹⁸ Ibidem, s. 44; więcej o kreacji pieniądza zob. W. Kostanciak, *Kreacja pieniądza a wrażliwość inflacyjna systemu monetarnego w gospodarce polskiej w latach 2000–2010*, https://wneiz.pl/nauka_wneiz/sip/sip27-2012/SiP-27-7.pdf (9.06.2021).

¹⁹ D. Issac, *Property Finance*, London 1994, s. 2; M. Hoesly, B. D. MacGregor, *Property Investment, Principles and Practice of Portfolio Management*, Harlow 2000, s. 1.

²⁰ Ibidem.

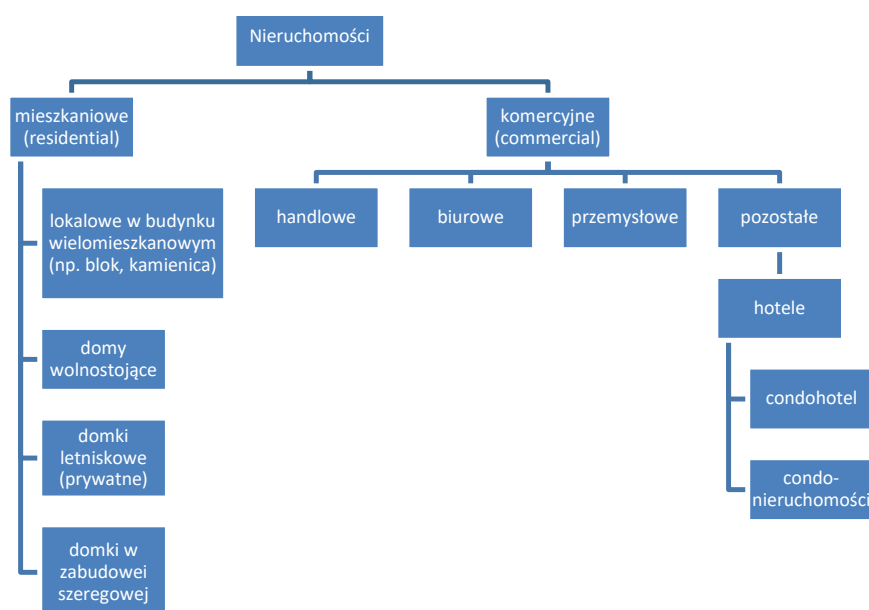


Rysunek 2.1. Podział nieruchomości według prawa polskiego

Źródło: opracowanie własne na podstawie Kodeks Cywilny art. 46.

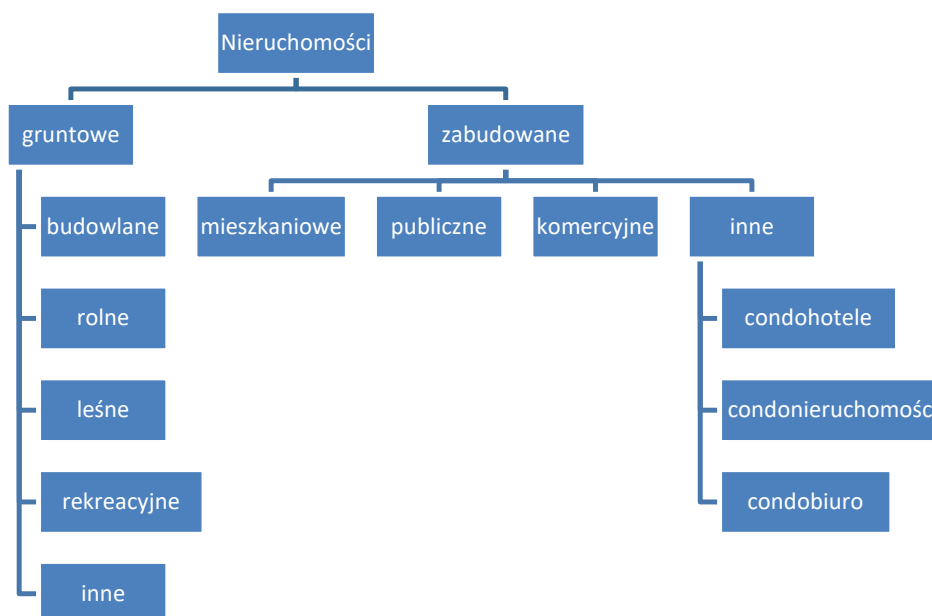
Nieruchomość gruntowa jest to część powierzchni ziemskiej stanowiąca odrębny przedmiot własności. Wszelkie budynki trwale związane z nieruchomością, inne urządzenia, rośliny, a także prawa związane z nieruchomością stanowią części składowe nieruchomości gruntowej. Nieruchomość budynkowa to budynek, która jest trwale związana z gruntem, przy czym należy rozróżnić prawo zarówno do budynku, jak i prawo do własności gruntu. Nieruchomość lokalowa to, na mocy obowiązującego prawa, trwale wyodrębniona część budynku stanowiąca oddzielny przedmiot własności zaopatrzona w odrębną księgę wieczystą wraz z ujętym w niej prawem własności i prawa korzystania z części wspólnych. Jest to taka nieruchomość budynkowa, która spełnia warunki określone w przepisach art. 46 §1 oraz art. 235 §1 Kodeksu cywilnego.

Innym kryterium podziału jest przeznaczenie nieruchomości. Na rysunkach 2.2 oraz 2.3 przedstawiono podział nieruchomości ze względu na cel wykorzystania, oraz ze względu na to jakie nieruchomości pełnią funkcje.



Rysunek 2.2. Rodzaje nieruchomości według celu wykorzystania

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Kodeks Cywilny; M. Hoesly, B.D. MacGregor, *Property Investment, Principles and Practice of Portfolio Management*, Harlow 2000.



Rysunek 2.3. Podział nieruchomości ze względu na funkcje

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Trojak, *Ekonomiczne uwarunkowania na rynku nieruchomości*, Poznań 2013, s. 30.

Funkcje nieruchomości – nieruchomość jako przedmiot obrotu gospodarczego stanowiącego budynek trwale połączony z podłożem spełnia funkcje typowe dla obiektu budowlanego. W przypadku nieruchomości mieszkaniowej to funkcje mieszkalne, a w przypadku obiektu o charakterze komercyjnym – przynoszenie spodziewanego zysku.

M. Prystupa i K. Rygiel w swojej pracy rozróżniają i definiują inne niż funkcje wyżej wymienione aspekty nieruchomości:

- nieruchomość jako przedmiot obrotu towarowego,
- nieruchomość jako obiekt inwestycyjny,
- nieruchomość jako zabezpieczenie zaciągniętego kredytu lub pożyczki,
- nieruchomość jako wkład niepieniężny (aport) do spółki handlowej,
- nieruchomość jako lokata kapitału,
- nieruchomość jako przedmiot opodatkowania²¹.

Wyżej wymienieni badacze określają nieruchomość jako towar o szczególnym, specyficznym charakterze.

Nieruchomość jako towar jest relatywnie droga w stosunku do innych towarów powszechnego użytku, takich jak żywność, ubranie, środki czystości, a także, jak zauważają autorzy, droższa od większości towarów luksusowych np. (samochodów). Nieruchomości są towarami także bardzo trwałymi z porównaniu z innymi dobrami²².

Nieruchomość jako obiekt inwestycyjny może być rozpatrywana w dwojaki sposób. Można wyróżnić nieruchomość jako mieszkanie bądź obiekt o charakterze komercyjnym, który odpowiednio zarządzany będzie przynosił dochody inwestorowi. Inną cechą nieruchomości

²¹ M. Prystupa, K. Rygiel, *Nieruchomości. Definicje, funkcje i zasady wyceny*, Warszawa 2003, s. 26.

²² Ibidem, s. 27.

o charakterze inwestycyjnym może być atrakcyjność danej nieruchomości gruntowej, na której inwestor planuje usytuowanie nieruchomości budowlanej w przyszłości.

Nieruchomość jako zabezpieczenie zaciągniętego kredytu lub pożyczki – inwestor w niewystarczający sposób dysponujący środkami finansowymi ma możliwość zwrócić się do banku z prośbą o udzielenie kredytu bądź pożyczki. Banki oraz inne instytucje finansowe udzielające kredytów lub pożyczek chcąc ograniczyć ryzyko związane z niewypłacalnością pożyczkobiorcy stosują przewidziane prawem zabezpieczenia. Jedną z form zabezpieczenia kredytu jest ustanowienie na nieruchomości lub na prawie rzeczowym na nieruchomości zastawu hipotecznego²³. Hipoteka zabezpiecza interes wierzyciela gdyż umożliwia mu dochodzenie swojej należności nie tylko od konkretnego dłużnika (to jest kredytobiorcy lub pożyczkobiorcy) lecz przede wszystkim od właściciela nieruchomości.

Nieruchomość jako wkład niepieniężny (aport) do spółki handlowej – nieruchomość w określonych przepisami przypadkach może być wkładem niepieniężnym do spółki kapitałowej. Przyjmuje się nieruchomość jako udział rzeczowy wspólnika, przekazany spółce na zasadzie aportu. Zabieg taki stosuje się podczas zakładania spółek kapitałowych, tj. spółek akcyjnych i spółek z o.o. Możliwość wnoszenia do spółek wkładów niepieniężnych (w tym nieruchomości) reguluje ustawa z 15 września 2000 roku – Kodeks Spółek Handlowych:

Art. 14. § 1. Przedmiotem wkładu do spółki kapitałowej nie może być prawo niezbywalne lub świadczenie pracy bądź usług. (...) § 2. W przypadku gdy wspólnik albo akcjonariusz wniósł wkład niepieniężny mający wady, jest on zobowiązany do wyrównania spółce kapitałowej różnicy między wartością przyjętą w umowie albo statucie spółki a zbywcą wartością wkładu. Umowa albo statut spółki może przewidywać, że spółce przysługują wówczas także inne uprawnienia²⁴.

Z dniem 1 marca 2021 artykuł 14 par. 1 otrzymał brzmienie:

§ 1. Przedmiotem wkładu niepieniężnego do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjnej albo przeznaczonego na kapitał akcyjny prostej spółki akcyjnej nie może być prawo niezbywalne lub świadczenie pracy bądź usług²⁵.

Odwołując się do wyżej wymienionych przepisów, można określić podstawowe cechy nieruchomości lub prawo do nieruchomości, które mogą pełnić funkcję wkładu niepieniężnego (aportu):

- nieruchomość o nieograniczonym prawie zbywalnym; tytuł własności, tytuł użytkowania wieczystego i tytuł do spółdzielczego ograniczonego prawa rzeczowego,
- nieruchomość o nieograniczonym dostępie i przydatności do prowadzenia przez spółkę działalności,
- możliwość wydzielenia prawa do nieruchomości z majątku wspólnika,
- nieruchomość powinna mieć określoną wartość rynkową, oszacowaną przez rzeczoznawcę, oraz mieć zdolność do umieszczenia w bilansie spółki (wycena nieruchomości),
- nieruchomość o nieograniczonym prawie do umieszczania w ewentualnej masie upadłościowej spółki.

Przyjmuje się, że utworzenie i wniesienie wkładu niepieniężnego w postaci nieruchomości o godziwej wartości rynkowej (realnej wartości rynkowej) powinno zabezpieczać interesy

23 Dz.U. 1982, nr 19, poz. 147, Ustawa z 6.07.1982 r. o księgach wieczystych i hipotece, art. 65.

24 Nowe brzmienie § 1 w art. 14 wejdzie w życie 1.03.2021 r. (Dz.U. 2019, poz. 1655; Dz.U. 2020, poz. 288).

25 Ibidem.

w równym stopniu spółki oraz wspólnika wnoszącego aport oraz wierzycieli spółki. Interesy poszczególnych uczestników obrotu gospodarczego nie będą w pełni zabezpieczone, a ich ochrona zagrożona jeżeli wartość aportu (udziału rzeczowego) zostanie nierzetelnie wyceniona²⁶. Solidna wycena aportu (udziału rzeczowego) polegająca na ustaleniu faktycznej wartości jest wskazana, pożądana w przypadku ubiegania się o kredyt, bądź finansowanie zewnętrzne²⁷.

Nieruchomość jako lokata kapitału – inwestorzy działający na rynku nieruchomości traktują inwestycje w nieruchomości jako pewną, dobrą i bezpieczną lokatę kapitału. Zazwyczaj są to inwestorzy posiadający znaczne zasoby finansowe, nastawieni na zysk w dłuższym okresie, o umiarkowanej, minimalnej stopie zwrotu. Niepewność na rynku akcji oraz ograniczenie ryzyka związanego z niekontrolowanym spadkiem cen walorów spółek giełdowych powoduje zmianę strategii inwestycyjnej, a dalej wypchnięcie wolnych środków finansowych na rynek nieruchomości. Niektórzy inwestorzy upatrują szansy na rynku obligacji skarbowych. Skarb państwa gwarantuje bezpieczeństwo inwestorom w zamian za minimalne zyski²⁸. Inwestując w nieruchomości, przyjmuje się założenie, że wartość nominalna zakupionej nieruchomości w perspektywie krótko- i średniookresowej będzie rosła co najmniej o wskaźnik inflacji, pod warunkiem korzystnych trendów gospodarczych. W perspektywie długookresowej w Polsce od 1989 r. wartość nieruchomości rośnie nieprzerwanie ponad wskaźnik inflacji co zawarto w kolejnych rozdziałach. W długim okresie realna wartość nieruchomości nie powinna ulegać niekorzystnym zmianom, to znaczy jej realna, nominalna wartość nie powinna się zmniejszać, lecz wykazywać tendencje wzrostowe. Można zatem wyznaczyć fundamentalne wskazówki dla potencjalnych inwestorów traktujących zakup nieruchomości jako wybraną formę lokaty kapitału²⁹. Należy pamiętać, aby przed zainwestowaniem w konkretną nieruchomość sprawdzić przeznaczenie w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego, ponieważ jej przyszła wartość w dużym stopniu zależy od zapisów w tym dokumencie. Kluczowym czynnikiem wpływającym zarówno na rozwój rynku nieruchomości, jak i cenę na danym obszarze mogą być planowane przyszłe inwestycje. Inwestor powinien sprawdzić przed dokonaniem inwestycji wartości rynkowe nieruchomości oraz trendy zmian wartości biorąc pod uwagę walory lokalizacyjne³⁰.

Nieruchomość jako przedmiot opodatkowania – właściciel nieruchomości zobowiązany jest do wnoszenia na rzecz Budżetu Państwa – Urzędu Skarbowego oraz jednostek samorządu

26 M. Doszyń, J. Hozer, *Szczeciński Algorytm Masowej Wyceny Nieruchomości – Podejście Ekonometryczne*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2017, nr 50/1, s. 19–29.

27 S. Kokot, *Uwagi o metodach wyznaczania indeksów cen nieruchomości*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2015, nr 42/1, s. 61–74.

28 „Obligacje dwunastoletnie są obligacjami o zmiennym oprocentowaniu uzależnionym od poziomu inflacji. Oprocentowanie jest zawsze wyższe niż inflacja i jest ustalane jako suma: inflacji w danym roku – stopa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, przyjmowana dla 12 miesięcy i ogłaszana przez Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego w miesiącu poprzedzającym pierwszy miesiąc danego okresu odsetkowego – w przypadku ujemnej stopy inflacji do ustalania oprocentowania brana jest wartość zerowa, co oznacza, że ujemna inflacja nie ma negatywnego przełożenia na oprocentowanie obligacji; marży odsetkowej – marża jest dla posiadacza obligacji gwarancją, że jego zysk będzie zawsze wyższy od inflacji. W pierwszym roku (okresie odsetkowym) oprocentowanie jest naliczane od wartości 100 zł, a w kolejnych latach (okresach odsetkowych) od wartości 100 zł powiększonej o odsetki naliczone za poprzedni rok, co znacznie zwiększa zyskowność tej obligacji. Odsetki są wypłacane właścicielowi obligacji w dniu wykupu, czyli po zakończeniu oszczędzania”, por. www.obligacjeskarbowe.pl.

29 M. Prystupa, K. Rygiel, *Nieruchomości...*, s. 33.

30 Ibidem s. 34.

terytorialnego określonych przepisami prawa danin. Obowiązek podatkowy wynika z samego posiadania nieruchomości lub użytkowania wieczystego. W zależności od rodzaju nieruchomości należy odprowadzać na rzecz poszczególnych jednostek (US, JST)³¹ podatek od towarów i usług (VAT)³², podatek dochodowy, podatek od spadków i darowizn. Opodatkowaniu podlega zarówno samo posiadanie nieruchomości, jak i dochody z nieruchomości w postaci czynszu z najmu lub dzierżawy. Przepisy prawa normujące kwestie podatkowe w zakresie posiadania, obrotu i dochodów z nieruchomości:

- ustawa z 12.01.1991 roku o podatkach i opłatach lokalnych,
- ustawa z 15.11.1984 roku o podatku rolnym,
- ustawa z 30.10.2002 roku o podatku leśnym,
- ustawa z 9.09.2000 roku o podatku od czynności cywilnoprawnych,
- ustawa z 28.07.1983 roku o podatku od spadku i darowizn,
- ustawa z 26.07.1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych,
- ustawa z 15.02.1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych,
- ustawa z 11.03.2004 roku o podatku od towarów i usług.

Na gruncie obowiązującego w Polsce prawa sformułowano definicję własności, którą zamieszczono niżej.

Własność – to prawo do nieruchomości bez żadnych ograniczeń, w tym ograniczeń czasowych (do śmierci właściciela, bądź do czasu zbycia przez osobę fizyczną, prawną, partię polityczną bądź innego właściciela); bez ograniczeń w zakresie dziedziczenia, bez ograniczeń w zakresie zbywalności nieruchomości oraz podlegające egzekucji administracyjnej i sądowej. Prawo do własności jest ograniczone przez zapisy Kodeksu Cywilnego³³ oraz zasady współżycia społecznego zgodnie z poglądem M. Prystupy i K. Rygiela³⁴, którzy wskazują, że używając terminologii „właściciel” i „własność” w odniesieniu do konkretnej nieruchomości, należy uwzględnić osoby prawne oraz fizyczne, którym przysługuje prawo do nieruchomości. Prawo do konkretnej nieruchomości może przysługiwać wielu podmiotom i wtedy mówimy o współwłasności³⁵.

Bardziej rozszerzoną definicję własności przytacza M. Górski w pracy *Statystyczne badanie wpływu determinant rynku nieruchomości na poziom rozwoju leasingu nieruchomości w Polsce*. Oprócz uprawnień wynikających z art. 140 Kodeksu Cywilnego, gdzie są ujęte prawa i obowiązki właściciela do nieruchomości wnioskuje drugą grupę uprawnień ograniczoną jedynie przez Kodeks Cywilny:

- właściciel nie może się sprzeciwić użyciu, a nawet uszkodzeniu lub zniszczeniu rzeczy przez inną osobę, jeżeli to jest konieczne do odwrócenia niebezpieczeństwa grożącego bezpośrednio dobrom osobistym tej osoby lub osoby trzeciej (art. 142 k.c.),
- własność gruntu rozciąga się na przestrzeń nad i pod jego powierzchnią w granicach określonych przez społeczno-gospodarcze przeznaczenie gruntu (art. 143 k.c.),

31 Urząd Skarbowy (US), Jednostka Samorządu Terytorialnego (JST).

32 Podatek od towarów i usług.

33 Kodeks Cywilny, art. 140.

34 M. Prystupa, K. Rygiel, *Nieruchomości Definicje, Funkcje i Zasady Wyceny*, Warszawa 2003, s. 39.

35 Ibidem.

- przy wykonywaniu swego prawa właściciel nieruchomości powinien powstrzymać się od działań, które zakłócałyby korzystanie z nieruchomości sąsiednich ponad przeciętną miarę, wynikającą ze społeczno-gospodarczego przeznaczenia nieruchomości i stosunków miejscowych (art. 144 k.c.),

Jeżeli nieruchomość nie ma odpowiedniego dostępu do drogi publicznej lub do należących do tej nieruchomości budynków gospodarskich, właściciel może żądać od właścicieli gruntów sąsiednich ustanowienia za wynagrodzeniem potrzebnej służebności drogowej (art. 145 k.c.),

Właścicielowi nie wolno dokonywać robót ziemnych w taki sposób, żeby to groziło nieruchomościom sąsiednim utratą oparcia (art. 147 k.c.)³⁶.

M. Górski w swojej dysertacji przytacza dwa sposoby nabycia prawa do nieruchomości – pierwotne i pochodne. Nabycie pierwotne jest niezależne od tego czy prawo to przysługiwało poprzednio innemu podmiotowi³⁷. Nabycie pochodne nabywca uzyskuje zaś przenosząc prawo do nieruchomości od innej osoby, która zrzeka się prawa do nieruchomości na jego rzecz.

Nabycie i utrata własności może nastąpić:

- w drodze umowy przeniesienia własności (sprzedaż, zamiana, darowizna),
- z mocy samego prawa (zasiedzenie),
- z mocy orzeczenia sądowego (np. orzeczenia o zniesieniu współwłasności)³⁸.

Niezbędnym i fundamentalnym warunkiem przeniesienia własności nieruchomości jest zawarcie (zgodnie z art. 158 k.c.)³⁹, pod rygorem nieważności, umowy w formie aktu notarialnego. Inny z artykułów stanowi, że własność nieruchomości nie może zostać przeniesiona pod warunkiem lub z zastrzeżeniem terminu (art. 157 k.c.)⁴⁰.

2.2. Kryteria określające warunki inwestycyjne

Możliwości inwestowania kapitału obserwuje się na wielu płaszczyznach i w wielu sektorach gospodarki. Inwestorzy często lokują nadwyżki kapitału na rynkach obligacji, akcji oraz na rynkach nieruchomości. Występują również rynki inwestycyjne w obszarach nowoczesnych technologii, czy obszarach złożonych instrumentów finansowych. Ze względu na tematykę opracowania nie wszystkie zostaną omówione w dalszej części. Poniżej przedstawiono segmenty i kryteria możliwości inwestycyjnych. Ze względu na charakter opracowania szczególnemu opisowi poddano rynek (segment) nieruchomości komercyjnych, condonieruchomości. Nadmieniono również o istnieniu innych możliwości inwestycyjnych, takich jak rynek akcji, obligacji i pieniężny.

Kryterium kosztu pieniądza

Kryterium obszaru inwestycji

Ze względu na typ inwestycji

36 M. Górski, *Statystyczne badanie wpływu determinant rynku nieruchomości na poziom rozwoju leasingu nieruchomości w Polsce*, rozprawa doktorska, promotorzy: dr hab. Iwona Foryś, dr Magdalena Janowicz, Uniwersytet Szczeciński WNEiZ, Szczecin 2018.

37 Ibidem, s. 27.

38 Ibidem.

39 Ustawa z 23.04.1964 r. Kodeks cywilny.

40 Ibidem.

- Rynek akcji
- Rynek obligacji
- Rynek pieniężny
- Rynek nieruchomości, w tym condonieruchomości
- Ze względu na lokalizację inwestycji
- Rynek krajowy
 - Pas nadmorski
 - Pas górski
 - Warmia i Mazury
 - Aglomeracje
- Rynek międzynarodowy
- Rynek globalny
- Kryterium celu inwestycyjnego
 - Wzrost wartości nieruchomości (aktywów)
 - Osiąganie przychodu z działalności operacyjnej
 - Utrzymywanie i powiększanie realnej wartości inwestycji
- Kryterium formy opodatkowania
 - Osoby fizyczne
 - Osoby prawne
 - VAT od inwestycji
- Kryterium metody ustalania zysku
 - Wybór portfela inwestycyjnego
 - Koncepcja racjonalnego inwestowania
- Kryterium ryzyka
- Kryterium efektywności inwestycji
 - Miary proste
 - Miary złożone

Inwestorzy podejmujący decyzję o inwestowaniu na rynku nieruchomości muszą wziąć pod uwagę pewne mechanizmy i uwarunkowania oraz specyfikę, a także zaznajomić się i określić kryteria inwestycyjne przed podjęciem decyzji o inwestycji w konkretne nieruchomości. Ze względu na złożony proces inwestycyjny należy uwzględnić wiele czynników i mechanizmów oddziałujących na poszczególne rynki. Ze względu na typ inwestycji rozróżnia się podstawowe walory zaprezentowane poniżej, którymi zainteresowani są inwestorzy:

Rynek akcji (akcja)⁴¹ – inwestowanie na rynku akcji odbywa się za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych bądź samodzielnie kupując walory za pośrednictwem biura maklerskiego. W przypadku zakupu akcji za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego przenosimy ryzyko wynikające z wartości walorów na zarządzającego funduszem inwestycyjnym. Inwestowanie na rynku akcji ma na celu osiągnięcie zysków ze wzrostu cen walorów (wzrostu cen akcji). Odbywa się to najczęściej przez sprzedaż akcji przez właściciela (inwestora) w sytuacji szczytowego wzrostu cen. Innym przykładem osiągnięcia zysku z zarządzania kapitałem na rynku akcji jest wypłata dywidendy⁴² przez fundusz inwestycyjny. Inwestor posiadający akcje przedsiębiorstwa przynoszącego zyski ma możliwość osiągnięcia dochodów z dwóch źródeł:

41 Papier wartościowy reprezentujący własność w spółce akcyjnej.

42 Wypłata dla akcjonariuszy, zwykle w formie pieniężnej lub akcji, ale i pochodząca z majątku spółki.

- wzrost kursu giełdowego akcji i tym samym zysk ze wzrostu wartości akcji,
- wypłata dywidendy przez przedsiębiorstwo (większość firm amerykańskich dokonuje wypłaty dywidendy co kwartał, natomiast w przypadku firm europejskich i polskich zarząd przedsiębiorstwa podejmuje decyzje o wypłacie raz do roku)⁴³.

Akcje przedsiębiorstw oraz spółek giełdowych są przedmiotem obrotu rynkowego, właściciel może podjąć decyzje o ich zbyciu w dowolnym czasie.

Rynek obligacji (obligacja)⁴⁴ – długoterminowe instrumenty dłużne, czyli zobowiązanie do spłaty długu powiększonego o odsetki, wynikającego z obligacji (papier dłużny) przez emitenta w zamian za określoną sumę (wartość nominalna + odsetki) w określonym czasie (termin wykupu obligacji). Rynek obligacji dzieli się na kilka segmentów, wśród nich można wyróżnić obligacje skarbowe, czyli takie, które emituje skarbowo państwa i objęte są gwarancją rządową w odniesieniu do wysokości stopy zwrotu. Przez inwestorów uznawane są jako najbezpieczniejszy instrument inwestycyjny; wadą tych obligacji jest minimalna stopa zwrotu.

Na rynku możemy wyróżnić obligacje emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, w tym duże miasta oraz spółki komunalne funkcjonujące jako jednostki pomocnicze jednostek samorządu terytorialnego (JST). Obligacje coraz częściej emitowane są przez przedsiębiorstwa, które potrzebują kapitału na inwestycje. W zależności od ratingu przedsiębiorstwa i kondycji finansowej oraz pozycji na rynku, obligacje mają różne oprocentowanie oraz termin zapadalności (Disney wyemitował obligacje, które zapadają w 2093 roku)⁴⁵.

Cechy charakterystyczne, oraz typowe okresy zapadalności polskich obligacji skarbowych przedstawiono w tabeli 2.2.

Tabela 2.2. Cechy charakterystyczne polskich obligacji skarbowych

Polskie Obligacje Skarbowe					
Rodzaje	3-miesięczne o stałym oprocentowaniu	2-letnie o stałym oprocentowaniu	3-letnie o zmiennej stopie procentowej	4-letnie indeksowane	10-letnie indeksowane
Symbol	OTS	DOS	TOZ	COI	EDO
Wartość jednej obligacji	100 zł (wartość nominalna)				
Nabywcy	osoby fizyczne (rezydenci i nierezydenci), stowarzyszenia oraz inne organizacje społeczne i zawodowe, a także fundacje wpisane do rejestru sądowego.				
Cena sprzedaży	100 zł				
Cykl sprzedaży	miesięczny				
Kanały sprzedaży	oddziały PKO BP, punkty Obsługi Klientów Biura Maklerskiego PKO BP, internet, telefon, umowa cywilno-prawna				
Zamiana	możliwość przedłużenia oszczędzania, polegająca na tym, że za pieniądze z wykupywanych (starych) obligacji lub ich części, można kupić dowolne obligacje dostępne w nowej ofercie				

⁴³ H.B. Mayo, *Inwestycje...*, s. 275 i n.

⁴⁴ Długoterminowe zobowiązanie o określonych odsetkach i terminie zapadalności.

⁴⁵ H.B. Mayo, *Inwestycje...*, s. 438.

Polskie Obligacje Skarbowe					
Rodzaje	3-miesięczne o stałym oprocentowaniu	2-letnie o stałym oprocentowaniu	3-letnie o zmiennej stopie procentowej	4-letnie indeksowane	10-letnie indeksowane
Symbol	OTS	DOS	TOZ	COI	EDO
Cena zamiany	100 zł	99,90 zł			
Oprocentowanie	stałe	stałe	zmienne – aktualizowane co pół roku, naliczane na podstawie wskaźnika WIBOR6M	zmienne – aktualizowane co rok, uzależnione od inflacji i stałej marży	zmienne – aktualizowane co rok, uzależnione od inflacji i stałej marży
Odsetki	odsetki są wypłacane po 3 miesiącach od dnia zakupu	odsetki są kapitalizowane po pierwszym roku i wypłacane po 2 latach od dnia zakupu	odsetki są wypłacane co pół roku	odsetki są wypłacane co roku	odsetki są kapitalizowane po każdym rocznym okresie odsetkowym i wypłacane po 10 latach od dnia zakupu
Wcześniejsze zakończenie oszczędzania	w razie konieczności wcześniejszego zakończenia oszczędzania (przedterminowy wykup) można wycofać wpłacone pieniądze (zwrócić dowolną liczbę obligacji); od wypłacanych środków odejmowana jest opłata za przedterminowy wykup				
Wykup	brak opłaty za przedterminowy wykup	0,70 zł	0,70 zł	0,70 zł	2 zł
	3 miesiące od dnia zakupu	2 lata od dnia zakupu	3 lata od dnia zakupu	4 lata od dnia zakupu	10 lat od dnia zakupu
Zalety	zysk określony jest z góry, już w dniu zakupu obligacji nabywca zna wysokość odsetek jakie otrzyma za 3 miesiące	zysk określony jest z góry, już w dniu zakupu obligacji nabywca zna wysokość odsetek jakie otrzyma za 2 lata	regularny (co pół roku) dopływ gotówki z wypłat odsetek	stała marża odsetkowa – zysk zawsze powyżej inflacji	stała marża odsetkowa – zysk zawsze powyżej inflacji; coroczna kapitalizacja odsetek – znacznie zwiększa zyskowność

Tabela 2.3. Zestawienie najważniejszych cech i zalet rodzinnych obligacji skarbowych

Rodzinne Obligacje Skarbowe		
Rodzaje	6-letnie o oprocentowaniu indeksowanym inflacją	12-letnie o oprocentowaniu indeksowanym inflacją
Symbol	ROS	ROD
Wartość jednej obligacji	100 zł (wartość nominalna)	

Rodzinne Obligacje Skarbowe		
Rodzaje	6-letnie o oprocentowaniu indeksowanym inflacją	12-letnie o oprocentowaniu indeksowanym inflacją
Nabywcy	beneficjenci programu „Rodzina 500 plus” – osoby fizyczne, które nabyły prawo do świadczenia wychowawczego	
Cena sprzedaży	100 zł	
Cykl sprzedaży	miesięczny	
Kanały sprzedaży	oddziały PKO BP, punkty Obsługi Klientów Biura Maklerskiego PKO BP, internet	
Oprocentowanie	zmienne – aktualizowane co rok, uzależnione od inflacji i stałej marży	
Odsetki	odsetki są kapitalizowane po każdym rocznym okresie odsetkowym i wypłacane odpowiednio po 6 latach od dnia zakupu	odsetki są kapitalizowane po każdym rocznym okresie odsetkowym i wypłacane odpowiednio po 12 latach od dnia zakupu
Wcześniejsze zakończenie oszczędzania	w razie konieczności wcześniejszego zakończenia oszczędzania (przedterminowy wykup) można wycofać wpłacone pieniądze (zwrócić dowolną liczbę obligacji); od wypłacanych środków odejmowana jest opłata za przedterminowy wykup	
Wykup	6 lat od dnia zakupu	12 lat od dnia zakupu
Zalety	preferencyjne oprocentowanie stała marża odsetkowa zysk zawsze powyżej inflacji coroczna kapitalizacja odsetek – znacznie zwiększa zyskowność	

Źródło: www.obligacjeskarbowe.pl (5.09.2020).

Rynek finansowy zgodnie z definicją Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) jest to miejsce, gdzie zawierane są transakcje kupna i sprzedaży różnych form kapitału pieniężnego, na różne terminy, na podstawie instrumentów finansowych⁴⁶. Na rynku finansowym uczestniczą podmioty potrzebujące kapitału i tym samym generujące popyt oraz podmioty posiadające nadwyżki kapitału generujące podaż. Dzięki temu istnieje możliwość lepszego, bardziej efektywnego wykorzystania możliwości gospodarki (zasobów).

Funkcje rynku finansowego:

1. Mobilizacja kapitału – następuje transformacja oszczędności w inwestycje. Podejmujący decyzję o rezygnacji z bieżącej konsumpcji na rzecz inwestycji mają szansę na zysk stanowiący nagrodę za obecne wyrzeczenia i podjęcie ryzyka.
2. Alokacja kapitału – przepływ środków finansowych następuje tam, gdzie mogą być najbardziej potrzebne. Zyskują na tym te sektory gospodarki lub podmioty, które zapewniają najbardziej efektywne wykorzystanie kapitału.
3. Obrót pieniężny – instytucje rynku finansowego i instrumenty finansowe umożliwiają szybki, bezpieczny, sprawny i tani przepływ kapitału między różnymi miejscami.
4. Wycena kapitału i ryzyka – inwestycje finansowe wiążą się z ryzykiem, które wynika z niepewności efektów inwestycji. Efektywny rynek finansowy, gdzie istnieje wiele możliwości inwestycyjnych pozwala na obiektywną ocenę efektów inwestycji i związanego z nią ryzyka.

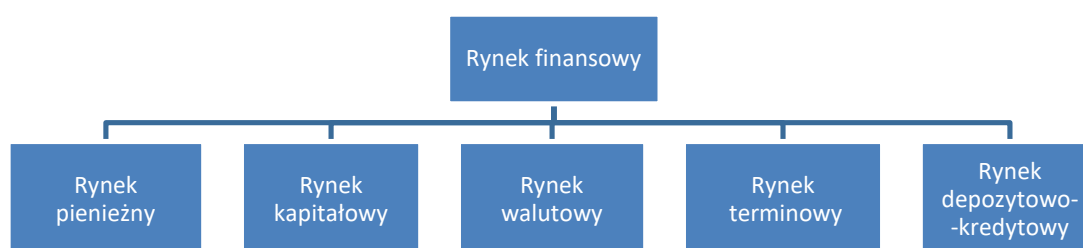
⁴⁶ https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/Rynek_finansowy_w_Polsce.pdf.

5. Barometr koniunktury – sytuacja na rynku finansowym jest pochodną ogólnej sytuacji w gospodarce i finansach publicznych. Może też dawać sygnały wyprzedzające o zmianach koniunktury⁴⁷.

Instrumenty rynku finansowego:

- papiery wartościowe,
- jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych otwartych,
- instrumenty rynku pieniężnego,
- instrumenty pochodne,
- kontrakty na różnicę.

Z uwagi na złożoność rynku finansowego, na rys 2.4 przedstawiono jego poszczególne segmenty.



Rysunek 2.4. Segmenty rynku finansowego

Źródło: *Rynek finansowy w Polsce*, www.gpw.pl (5.09.2020).

Rynek pieniężny – miejsce gdzie przeprowadza się transakcje realizowane za pomocą gotówki, bądź bezgotówkowo o okresie zapadalności do jednego roku.

Instrumenty rynku pieniężnego:

- bony skarbowe – krótkoterminowe papiery dłużne emitowane przez rząd charakteryzujące się niskim stopniem ryzyka,
- bony pieniężne – krótkoterminowe papiery wartościowe emitowane przez bank centralny – NBP (Narodowy Bank Polski),
- krótkoterminowe papiery dłużne (*commercial papers*) – instrumenty rynku pieniężnego na okaziciela lub imienne, niezabezpieczone, o zapadalności do 1 roku, służące pozyskiwaniu krótkoterminowego finansowania przez przedsiębiorstwa i stanowią alternatywę dla krótkoterminowych pożyczek i kredytów,
- certyfikaty depozytowe – papier wartościowy emitowany przez bank, stanowiący potwierdzenie, że okaziciel zdeponował na określony czas daną kwotę środków pieniężnych,
- operacje otwartego rynku – transakcje dokonywane z inicjatywy banku centralnego z bankami komercyjnymi. Obejmują one warunkową i bezwarunkową sprzedaż lub kupno papierów wartościowych lub dewiz, a także emisje własnych papierów dłużnych banku centralnego. Poprzez ich stosowanie banki centralne najczęściej dążą do oddziaływania na

⁴⁷ Ibidem.

wysokość krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym, zwiększając lub ograniczając wielkość środków na rachunkach banków w banku centralnym⁴⁸,

- lokaty międzybankowe – jest to forma lokowania posiadanych czasowo nadwyżek pieniężnych poprzez udzielanie pożyczek innym bankom na określony czas. Banki udzielają pożyczek innym bankom w celu realizowania przyjętej polityki banku,
- swapy walutowe (*currency swap*) – jest to transakcja gdzie realizowane są wzajemne płatności w różnych walutach. Odbywa się to według stałej, bądź zmiennej stopy procentowej,
- pożyczki i depozyty na rynku bankowym⁴⁹ – Depozyt bankowy jest to ogólna nazwa inwestycji finansowej, polegającej na powierzeniu środków finansowych bankowi przez inwestora (zwanego depozytariuszem) na pewien okres⁵⁰,

Uczestnicy polskiego rynku pieniężnego:

- NBP,
- banki komercyjne,
- Skarb Państwa (emitent bonów skarbowych),
- przedsiębiorstwa emitujące krótkoterminowe papiery dłużne,
- inwestorzy instytucjonalni,
- fundusze i ubezpieczyciele,
- inwestorzy indywidualni⁵¹.

Rynek kapitałowy wyodrębniona część rynku finansowego, gdzie zawierane są transakcje instrumentami finansowymi o okresie zapadalności powyżej jednego roku. W ten sposób przedsiębiorstwa w średnim i długim terminie mogą realizować potrzeby kapitałowe niezbędne do realizacji inwestycji. Inwestorzy otrzymują więc miejsce i możliwość lokowania wolnego kapitału w papiery wartościowe o określonym stopniu ryzyka.

Formy rynku kapitałowego:

- dłużny (obligacje i listy zastawne),
- udziałowy (akcje, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, certyfikaty inwestycyjne, funduszy inwestycyjnych zamkniętych).

Według kryterium miejsca obrotów rynek kapitałowy dzieli się na:

1. **Rynek publiczny** – propozycja nabycia instrumentów finansowych jest kierowana do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonych adresatów, w dowolnej formie i w dowolny sposób.
2. **Rynek niepubliczny** – propozycja nabycia instrumentów finansowych jest kierowana do ściennie wskazanych osób w liczbie mniejszej niż 150. Głównymi zaletami rynku publicznego w stosunku do niepublicznego jest przejrzystość, płynność, duży zasięg i możliwość zmobilizowania dużego kapitału.

Według kryterium miejsca emisji i sprzedaży rynek kapitałowy dzieli się na:

1. **Rynek pierwotny** – z propozycją nabycia instrumentów finansowych występuje emitent lub subemitent usługowy; kapitał pozyskany w wyniku emisji powiększa kapitały własne emitenta.

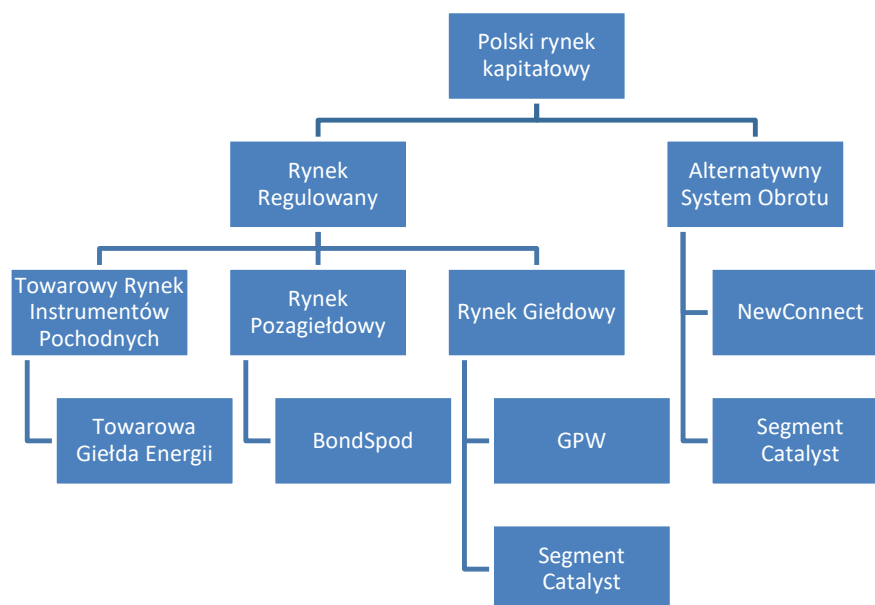
⁴⁸ Operacje otwartego rynku www.NBP.pl (19.09.2021).

⁴⁹ Opracowano na podst. *Rynek finansowy w Polsce*, www.gpw.pl (6.09.2020).

⁵⁰ Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego, K. Jajuga, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2006; www.knf.gov.pl (19.09.2021).

⁵¹ Ibidem.

2. **Rynek wtórny** – z propozycją nabycia instrumentów finansowych występuje ich właściciel, np. Skarb Państwa dokonujący prywatyzacji, pomiot dominujący zmniejszający swój udział w spółce zależnej, inwestorzy dokonujący transakcji sprzedaży posiadanych akcji. Zorganizowany rynek wtórny prowadzi GPW w Warszawie oraz spółka BondSpot. Według kryterium sfery obrotu zorganizowany rynek kapitałowy dzieli się na:
 1. **Rynek regulowany** – system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, działający w sposób stały zapewniający wszystkim uczestnikom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i dzieli się na: rynek giełdowy (Rynek Główny GPW w Warszawie oraz jeden segment detaliczny Catalyst), rynek pozagiełdowy (BondSpot);
 2. **Alternatywny system obrotu** – funkcjonujący poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzenia ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych zgodnie z określonymi przez organizatora obrotu zasadami:
 - NewConnect prowadzony przez GPW w Warszawie,
 - segment Catalyst prowadzony przez GPW w Warszawie,
 - segment Catalyst prowadzony przez BondSpot⁵².



Rysunek 2.5. Schemat Polskiego Rynku Kapitałowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.pl.

Większość ludzi klasycznie myśląc o rynku wyobraża sobie miejsce w którym dokonuje się obrotu handlowego. Aby dokonywać skutecznie obrotu handlowego muszą występować podmioty, przedmioty, zjawiska (podaż i popyt) i środki, oraz potrzeby. Jeżeli te zjawiska zajdą w odpowiednim czasie i podmioty zaczną realizować potrzeby przy pomocy dostępnych

⁵² Źródło: *Rynek finansowy w Polsce*, www.gpw.pl (5.09.2020).

środków, wówczas przestrzeń w której dojdzie do zrealizowania interesów stron określić można rynkiem.

Rynek nieruchomości to miejsce, gdzie dokonywane są transakcje kupna-sprzedaży nieruchomości. Obecnie określa się rynek nieruchomości nie jako miejsce fizyczne, lecz proces wymiany, gdzie potrzeby nabywców wsparte ich środkami finansowymi są zaspokajane przez sprzedających⁵³. W procesie tym strony uzgadniają podstawowe parametry zawieranej transakcji, takie jak cena, termin, data transakcji oraz, w przypadku nieruchomości, miejsce lokalizacji. Według E. Kucharskiej-Stachowiak najważniejszą cechą nieruchomości, absolutnie priorytetową, jest lokalizacja. Umieszczenie nieruchomości w określonym fragmencie krajobrazu powoduje, że nieruchomość budynkowa raz zrealizowana dla zaspokojenia popytu, charakteryzuje się tą cechą niezmienną. Od tej cechy wywodzą się inne specyficzne cechy rynku nieruchomości⁵⁴:

- lokalny charakter rynku nieruchomości (nieruchomości zaspokajają lokalne potrzeby, brak możliwości sprzedaży nieruchomości na innym rynku),
- długotrwały okres użytkowania nieruchomości oraz relatywnie wysoki koszt zakupu,
- charakterystyczny atrybut nieruchomości, często realizowany na indywidualne zamówienie może być negatywnym czynnikiem ocenianym przez nabywców; subiektywne odczucia potencjalnych nabywców odgrywają duże znaczenie przy podejmowaniu decyzji o zakupie nieruchomości,
- niedoskonałość rynku nieruchomości polegająca na tym, że nieruchomości nie można zabrać np. do innego miasta (niezmiennność lokalizacji),
- specyfika i niepowtarzalność lokalnego rynku nieruchomości (uwarunkowania architektoniczne, geograficzne, społeczne, związane z nasyceniem jednostek kulturalnych, handlowych, przemysłowych),
- ograniczona elastyczność rynku nieruchomości związana z długim okresem procesu budowlanego oraz przygotowania terenu pod budowę,
- interwencyjna rola państwa oraz lokalnych władz na rynku lokali mieszkaniowych bądź wielkich inwestycji infrastrukturalnych,
- udział szarej strefy na rynku nieruchomości dotyczy najczęściej rynku nieruchomości mieszkaniowych, gdzie wysokość transakcji ukrywana jest przed władzami z uwagi na konieczność odprowadzania podatku albo, gdy zakupy dokonywane są za środki niewiadomego pochodzenia,
- brak rzetelnych danych o rynku nieruchomości, szczególnie w odniesieniu do planów JST oraz innych infrastrukturalnych.

Rynek nieruchomości charakteryzuje się dwoma segmentami wiodącymi:

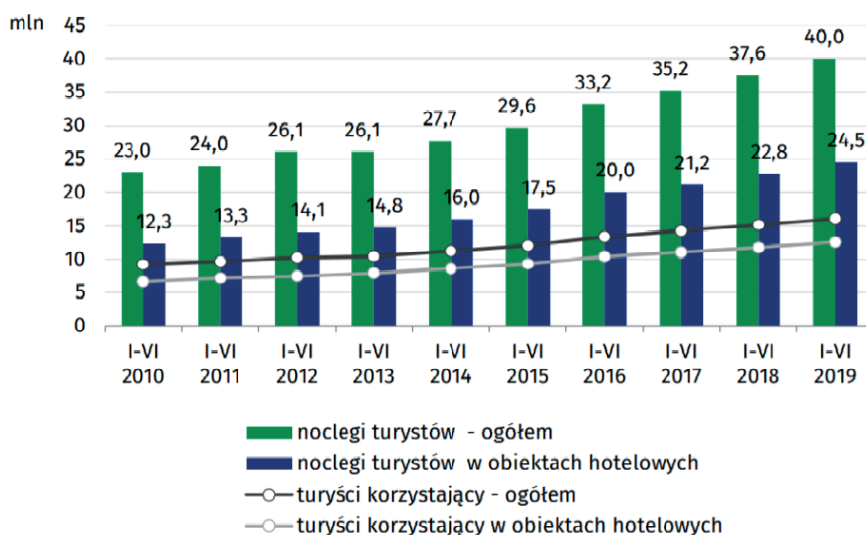
- segment wynajmu nieruchomości, który zawiera nieruchomości komercyjne oraz mieszkaniowe, przedmiotem najmu jest powierzchnia,
- segment obrotu nieruchomościami, gdzie zawierane są transakcje kupna sprzedaży a przedmiotem transakcji są nieruchomości mieszkaniowe oraz nieruchomości przeznaczone do celów komercyjnych.

53 M. Bryks, R. Matkowski, *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, Warszawa 2001, s. 17.

54 E. Kucharska-Stachowiak, *Nieruchomość a rynek*, Warszawa 1999; L. Kołakowski, S. Maciejowski, M. Furmańska-Oćwieja, *Rynek nieruchomości w Polsce*, Skrypt wydany przez fundację na rzecz kredytu hipotecznego, Warszawa 1999.

Rynek nieruchomości zawiera w sobie różne segmenty nieruchomości. Szczególnym segmentem polskiego rynku nieruchomości jest sektor nieruchomości komercyjnych, dokładniej turystycznych, a precyzując rynek condonieruchomości.

Rynek krajowy w obszarze condonieruchomości rozwija się w Polsce w sposób charakterystyczny. Biorąc pod uwagę coraz większe zapotrzebowanie na pokoje hotelowe oraz apartamenty wynajmowane w systemie krótkoterminowym, szczególnie istotny wzrost tego segmentu nieruchomości obserwuje się w miejscowościach, bądź regionach o dużym potencjale turystycznym. Dynamikę wzrostu zapotrzebowania na noclegi przedstawiono na rysunku 2.6.



Rysunek 2.6. Turyści i udzielone im noclegi w turystycznej bazie noclegowej w I półroczu lat⁵⁵ 2010–2019

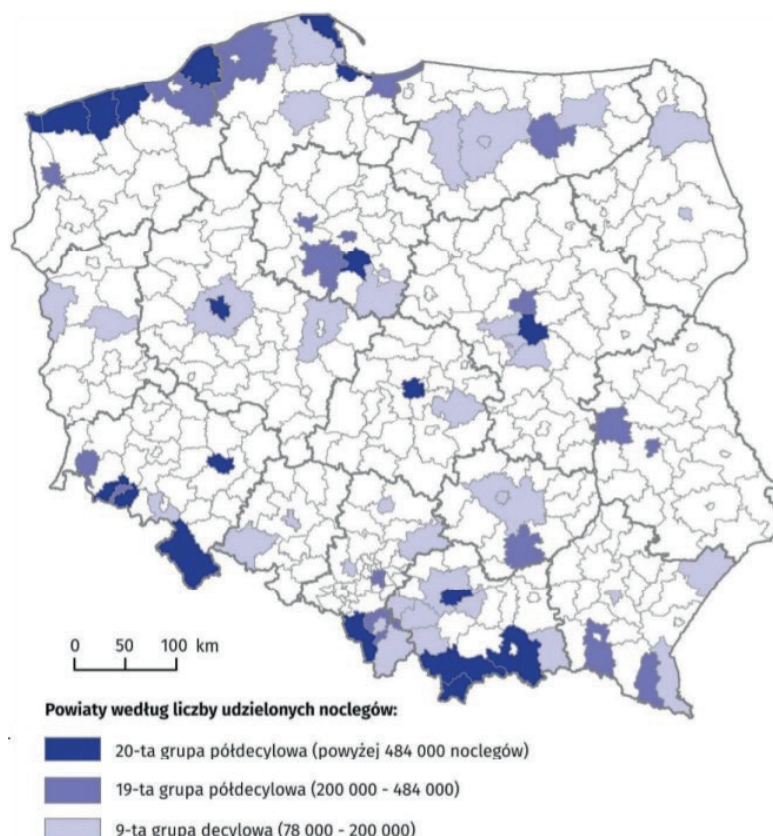
Źródło: Baza noclegowa według stanu w dniu 31.07.2019, www.stat.gov.pl.

Specyficzny podział najbardziej atrakcyjnych destynacji turystycznych Polski spowodował wzrost nasycenia nieruchomościami realizowanymi w systemie condo, szczególnie na północy kraju, czyli w tzw. pasie nadmorskim, pasie górskim, na Warmii i Mazurach, a ostatnio coraz częściej można się spotkać z realizacjami inwestycji w tym systemie w aglomeracjach miejskich o dużym potencjale turystycznym.

Pas nadmorski – obszarem Polski o największym nasyceniu rynku condonieruchomości jest pas nadmorski (ok. 45%). Najważniejszym kryterium określającym inwestowanie w tym konkretnym obszarze Polski jest zwiększający się ruch turystyczny oraz zwiększające się zapotrzebowanie na nieruchomości. W lipcu i sierpniu 2019 roku w obszarze nadmorskim, porównując do analogicznego okresu w roku 2018, zaobserwowano wzrost ogólnej liczby turystów korzystających z bazy noclegowej o 3,6% oraz liczby udzielonych noclegów o 2,6%. Liczba wykorzystanych miejsc noclegowych wyniosła zaś 65,3% w lipcu i 64,1% w sierpniu⁵⁶.

⁵⁵ Poczynając od danych za 2016 r., dane prezentowane są z uwzględnieniem imputacji dla jednostek, które odmówiły udziału w badaniu.

⁵⁶ Stat.gov.pl.



Rysunek 2.7. Lokalizacja powiatów i miast na prawach powiatu należących do V (górnej) grupy kwintylowej według liczby noclegów udzielonych w I połowie 2019 roku

Źródło: Baza noclegowa według stanu w dniu 31.07.2019, www.stat.gov.pl.

Pas górski – drugi pod względem wielkości rynek condonieruchomości umiejscowiony jest w południowej części Polski, w pasie górskim i podobnie jak w pasie nadmorskim występuje tam wzrost zapotrzebowania na pokoje hotelowe oraz apartamenty, a co za tym idzie inwestorzy biorą pod uwagę mniejsze ryzyko związane z wykorzystaniem nieruchomości (wynajęciem przez turystów). W pierwszym półroczu 2019 roku wzrost liczby osób korzystających z miejsc noclegowych w pasie górskim wzrósł w województwie małopolskim o 6,9%, natomiast w Województwie Dolnośląskim – o 15%⁵⁷.

Warmia i Mazury – obszar Polski charakteryzujący się zwiększonym zapotrzebowaniem na miejsca hotelowe, motywacje inwestorów podobne jak na innym obszarze Polski, w tym konkretnym przypadku w 2019 roku ruch turystyczny zwiększył się o 7% tylko w pierwszym półroczu⁵⁸.

Aglomeracje – coraz częściej inwestorzy lokują condonieruchomości w miejscowościach o zwiększonym potencjale turystycznym i atrakcyjnych pod względem wyboru przez turystów. Według raportu GUS, ruch turystyczny w największych miastach wykazuje tendencje wzrostową, dlatego inwestorzy upatrują zmniejszonego ryzyka w niewykorzystaniu nieruchomości

⁵⁷ Baza noclegowa według stanu w dniu 31.07.2019, www.stat.gov.pl.

⁵⁸ Ibidem.

oraz obaw o zwrot z inwestycji. W tabeli 2.4 przedstawiono liczbę udzielonych noclegów w największych polskich miastach w 2019 r.

Tabela 2.4. Liczba udzielonych noclegów w obiektach turystycznych po 2019 roku w aglomeracjach miejskich

Miasto	Liczba udzielonych noclegów w tys.
Warszawa	3046,5
Kraków	2710,4
Gdańsk	1164,2
Wrocław	1031,8
Poznań	722,8
Łódź	612,5
Katowice	395,9
Szczecin	390,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

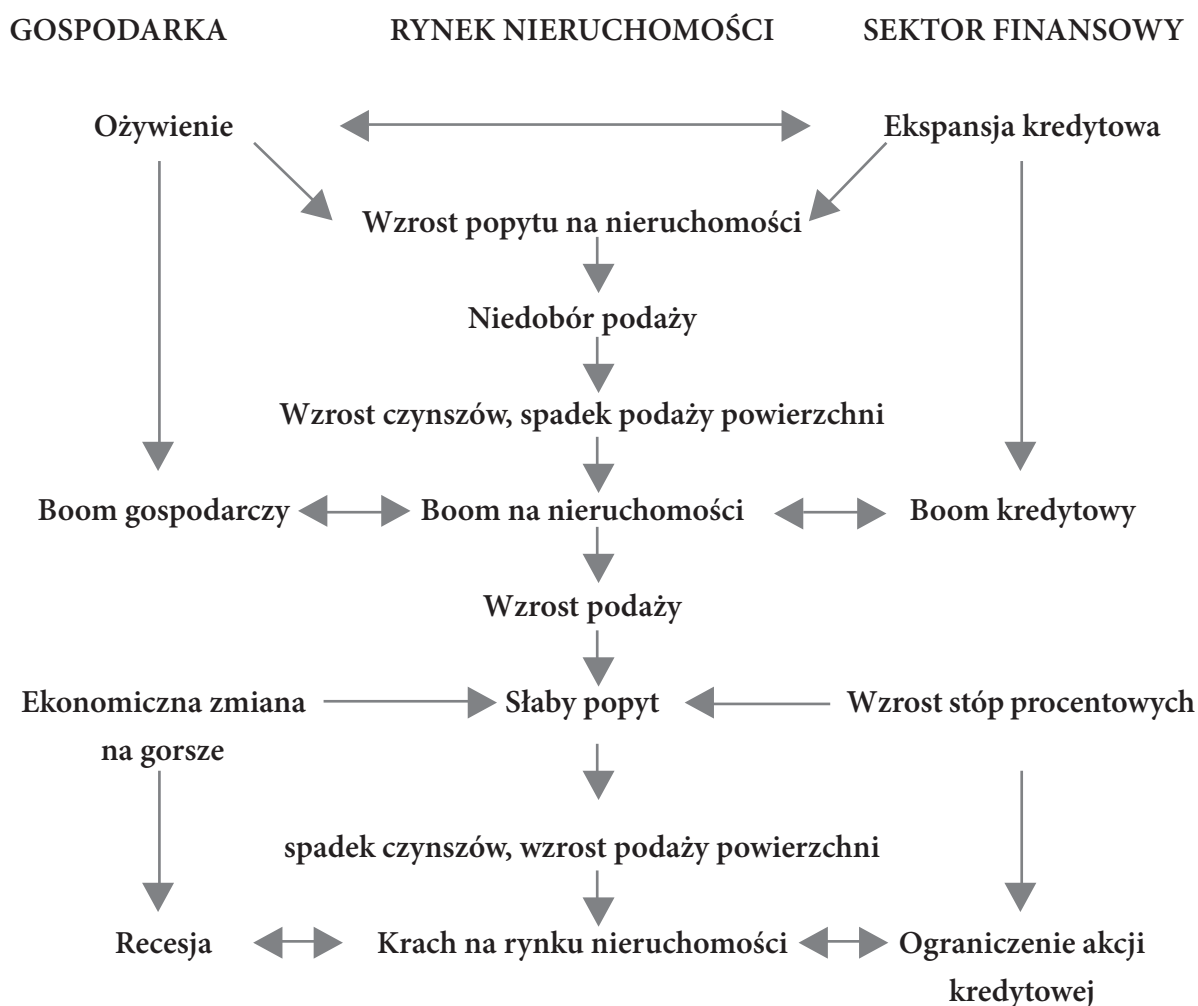
Rynek komercyjnych nieruchomości turystycznych, w tym condonieruchomości rozwija się również w innych krajach. Mechanizmy i procesy rynku nieruchomości występują w innych krajach i są uzależnione od aktualnego stanu gospodarki oraz czynników otoczenia popytowo-podażowego.

Rynek międzynarodowy nieruchomości rozwija się w zależności od różnych czynników. Duże znaczenie odgrywają gospodarki poszczególnych państw, regionów, kontynentów, a w szerszej perspektywie – rynki międzynarodowe funkcjonujące na świecie. W zależności od regionu świata mamy do czynienia z rozwojem bądź osłabieniem poszczególnych sektorów gospodarczych. Należy brać pod uwagę również to, że w ekonomii istnieją cykliczne zmiany gospodarcze zwane cyklami koniunkturalnymi. Cykliczne zmiany aktywności gospodarczej (cykle koniunkturalne) powodują cykliczne zmiany zainteresowania inwestorów inwestowaniem w nieruchomości, a spowodowane jest to wahaniem cen poszczególnych nieruchomości, jak również oczekiwaniem inwestorów odnoszącym się do spadku cen nieruchomości. Prognozowano spadek cen nieruchomości mieszkaniowych o około 20%⁵⁹ do końca 2020 roku w odniesieniu do cen z jesieni 2019 roku. Tymczasem w pocowidowej rzeczywistości ceny nieruchomości w 2021 r. nieustannie rosną i notują rekordy. Przyczyn tego zjawiska pomimo pewnego zwolnienia gospodarczego wywołanego pandemią COVID 19 upatruje się w przekonaniu inwestorów do względnego bezpieczeństwa transakcji w nieruchomości, oraz wiary inwestorów w zabezpieczenie przed inflacją posiadanego kapitału. Zauważyć należy, że ceny nieruchomości w okresie od 1989 r. nieustannie rosną i nigdy nie spadły, za wyjątkiem chwilowych korekt.

⁵⁹ Ceny mieszkań spadki – 2020 – prognozy analityków, www.forsal.pl.

Poszczególne fazy cyklu koniunkturalnego powodują powstawanie związków przyczynowo-skutkowych, co oznacza, że mechanizmy i procesy zachodzące w kolejnych fazach cyklu determinują powstawanie mechanizmów i procesów w następnej fazie cyklu (zob. rys. 2.8).

Spadek zatrudnienia oraz inwestycji powoduje negatywne skutki w całym rynku najmu, poczynając od biur, sklepów a kończąc na rynku powierzchni przemysłowych. Tym samym powoduje to wzrost niewykorzystanych powierzchni przemysłowych, a w konsekwencji spadek stawek czynszowych⁶⁰.



Rysunek 2.8. Mechanizm przebiegu cykli koniunkturalnych na rynkach nieruchomości

Źródło: opracowano na podstawie R. Barras, *Property and Economic Cycle: Building Cycle Revisted*, „Journal of Property Research” 1994, nr 11, s. 207.

Pogłębianie się recesji i przechodzenie gospodarki w kolejną fazę cyklu koniunkturalnego powoduje dalszy spadek opłacalności inwestycji, niską płynność na rynku nieruchomości, z powodu niskiego zainteresowania powierzchniami do wynajęcia następuje obniżka czynszów

⁶⁰ E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka*, w: E. Kucharska-Stasiak (red.), *Zachodnie rynki nieruchomości*, Warszawa 2004, s. 53.

oraz zanika, w związku z brakiem kapitału, aktywność inwestorów w obszarze nieruchomości⁶¹. Gospodarka oraz rynek nieruchomości zbliża się do momentu kiedy ani ceny, ani inwestycje oraz konsumpcja nie wykazują kierunku spadkowego i dochodzi w ten sposób do dna kryzysu⁶². W momencie kiedy gospodarka osiągnie dno kryzysu następuje zjawisko wyczerpania zapasów oraz powolny wzrost zatrudnienia. Inwestorzy pozyskują tanie finansowanie z rynku, najczęściej kredyt bankowy, a widząc pozytywne trendy na rynku, ich działaniom przyświeca większy optymizm i zmierzają w kolejną fazę jaką jest ożywienie rynku. W tym momencie na rynek nieruchomości, ale znacznie później niż w całej gospodarce⁶³ wracają pierwsi inwestorzy, upatrując korzystnych tendencji na rynku i tym samym zwiększonych zysków⁶⁴. Ożywienie na rynku nieruchomości szczególnie w obszarze najmu stwarza motywacje dla deweloperów oraz inwestorów na rynku nieruchomości do przeprowadzenia projektów deweloperskich, a banki do udzielania finansowania na realizację przedsięwzięć deweloperskich, co powoduje zbliżanie się do osiągnięcia szczytu w zakresie cen wynajmu i wartości nieruchomości oraz maksymalizacji zysków. Tym samym rynek nieruchomości zbliża się do kolejnej fazy cyklu jaką będzie zahamowanie wzrostu cen i kolejny kryzys.

Rozpoczęte wcześniej inwestycje pogłębią kryzys na rynku nieruchomości, co ma związek z dopływem taniego kapitału⁶⁵, oraz wzrost powierzchni do wynajęcia z uwagi na długotrwały proces, co z kolei powoduje wzrost powierzchni do wynajęcia.

Rynek nieruchomości jest ściśle powiązany z gospodarką danego kraju a działanie władz oraz polityka taniego pieniądza powodują wzrost oferowanych przez rynek powierzchni. Przykładem może być polityka deregulacji działalności deweloperskiej oraz rynku finansowego Wielkiej Brytanii przy jednoczesnym obniżeniu stóp procentowych oraz polityce finansowania przedsięwzięć o wysokim stopniu ryzyka, co spowodowało niespotykany wcześniej boom na rynku nieruchomości. Podobna sytuacja dotyczyła lat 80. XX wieku, kiedy to wskutek zaprowadzenia nad inflacją obniżono stopy procentowe, co korzystnie wpłynęło na całą gospodarkę całej Wielkiej Brytanii.

Dynamicznie rozwijająca się gospodarka Wielkiej Brytanii oraz znaczne wydatki na cele konsumpcyjne spowodowały wzrost zapotrzebowania na powierzchnie do wynajęcia sklepów i innych powierzchni komercyjnych (biura), co powodowało wzrost cen czynszów, powodując osiąganie niespotykanych wcześniej wskaźników na poziomie nawet ponad 80% w stosunku rocznym w Londynie⁶⁶.

61 E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka...*, s. 54.

62 Por. C. Pritchett, *The Effect of Regional Growth Characteristics on Regional Housing Prices*, „AREUEA Journal” 1997, nr 2, s. 191; R. Voith, T. Crone, *National Vacancy Rates and the Persistence of Shocks in U.S. Office Markets*, „AREUEA Journal” 1988, nr 4, s. 440; P. Chinloy, *Real Estate Cycles and Empirical Evidence*, „Journal of Housing Research” 1996, nr 2, s. 175; S.A. Pyhrr, W.L. Born, *Real Estate Valuation, the Effect of Market and Property Cycles*, „Journal of Real Estate Research” 1994, nr 4, s. 456; R.K. Green, *Follow the Leader, How Changes in Residential and Non-Residential Investment Predict Changes in GDP*, „Real Estate Economics” 1997, nr 2, s. 254.

63 Rynek nieruchomości znacznie później niż gospodarka wejdzie w fazę ożywienia, co wynika z przepływu kapitału do sektorów, które oferują wyższe oprocentowanie od inwestycji w nieruchomości.

64 Szerzej: D.C. Ling, H.C. Smith, *Linkages Among Capitalization Rates, Discount Rates and Real Estate Cycles*, „Real Estate Issues” 1992, Fall/Winter, s. 23.

65 W.J. Brzeski, *Rynki nieruchomości w Unii Europejskiej*, „Świat Nieruchomości” 2002, nr 36, s. 17.

66 W.D. Fraser, *Principles of Property Investment and Pricing*, London 1993, s. 363.

Rynek nieruchomości Wielkiej Brytanii jest ściśle powiązany z wysokością stóp procentowych oraz z wysokością uzyskiwanych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Wzrost rynku nieruchomości determinowany jest dopływem kapitału o niskim koszcie, a zauważalne spowolnienie – podniesieniem stóp procentowych⁶⁷.

Rynek nieruchomości odgrywa istotną rolę w gospodarce biorąc pod uwagę, że:

- a) generuje znaczne zapotrzebowanie na siłę roboczą wyróżniającą się szerokim spektrum kwalifikacji, poczynając od pracowników wykonujących nieskomplikowane prace fizyczne a kończąc na zapotrzebowaniu na umiejętności o złożonym charakterze;
- b) determinuje zapotrzebowanie na proste i skomplikowane usługi transportowe i logistyczne;
- c) uruchamia inwestycje w gospodarce we wszystkich gałęziach przemysłu, poczynając na przemyśle ciężkim (hutnictwo, przemysł metalurgiczny, a kończąc na przemyśle chemicznym oraz lekkim w zakresie wykończenia wnętrz, np. firanki);
- d) generuje zapotrzebowanie na usługi projektowe, co wymusza uruchomienie przemysłu najnowszych technologii w zakresie oprogramowania komputerowego oraz badań nad nowoczesniejszymi materiałami;
- e) w proces powstawania nieruchomości angażowany jest szeroko pojęty sektor finansowy, który dzięki ścisłej korelacji osiąga satysfakcjonujące i godziwe zyski;
- f) generuje opłaty i daniny publiczne, co nie jest bez znaczenia dla budżetu państwa oraz jednostek samorządu terytorialnego (JST);
- g) tworzy nieruchomości, które są zabezpieczeniem nowych kredytów, co z punktu widzenia wzrostu gospodarczego odgrywa istotną rolę.

Sektor nieruchomości stanowi istotny składnik PKB najbardziej rozwiniętych państw świata. Wpływ na gospodarki poszczególnych krajów ma nie tylko sam obrót nieruchomościami, ale przede wszystkim zapotrzebowanie, bądź zmniejszenie zapotrzebowania na produkty z innych działów gospodarki. Praktycznie wszystkie gałęzie gospodarki są w pewnym stopniu uzależnione od zapotrzebowania płynącego z obszaru rynku nieruchomości.

W latach 90. XX wieku udział procentowy sektora nieruchomości w PKB Stanów Zjednoczonych wahał się w przedziale 11–12%⁶⁸, w Japonii⁶⁹ 8–10%, a w Polsce szacuje się go na 6–8%⁷⁰. Sektor rynku nieruchomości należy uznać za istotny z punktu widzenia państwa w tworzeniu PKB. Przyjmuje się, że wartość zasobu mieszkaniowego w Wielkiej Brytanii w 1995 roku szacowano na kwotę 1217,7 mld GBR (funt brytyjski), co stanowi około 72% zasobu rynku nieruchomości, natomiast wartość nieruchomości komercyjnych szacuje się w 1997 r. na kwotę 265,2 mld GBR (16%)⁷¹.

Innym ważnym kryterium określającym umiejscowienie nieruchomości w odniesieniu do rynku międzynarodowego jest wysokość stawek podatku od nieruchomości, podatku od

⁶⁷ C. Pugh, *The 1985–1995 Property Cycle, the Finances in Olympia and York and Property Investment Criteria*, „Journal of Property Finance” 1992, nr 2 (3), s. 199.

⁶⁸ Bureau of Economic Analysis.

⁶⁹ J. Woronoff, *The Japanese Economic Crisis*, New York 1993, s. 64.

⁷⁰ E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka...*, s. 66.

⁷¹ Wartość zasobu rynku nieruchomości w 1995 r. to 1689,3 mld GBR (ceny stałe z 1997 r.), M. Callender, T. Key, *Value of the UK Commercial Property Stock*, The Sixth IPD Investment Strategies Conference, November, 1997, s. 5.

dochodów generowanych przez nieruchomości, oraz podatki od sprzedaży nieruchomości. Różne są systemy opodatkowania, jednak w tej pracy nie zajmowano się sposobami opodatkowania czynności związanych z obrotem nieruchomościami, oraz opodatkowaniem czynności związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej w zakresie najmu nieruchomości.

Kryterium celu inwestycyjnego uznać należy za spełnione kiedy inwestor osiągnie założone cele. Głównym celem branym pod uwagę przez inwestora jest nabycie takiej nieruchomości, w takiej lokalizacji i w takim czasie, gdzie będzie możliwość realizowania podstawowych założeń, takich jak: utrzymanie realnej wartości inwestycji (z prognozami gospodarczymi wskazującymi na wzrost wartości nieruchomości na danym rynku) oraz która będzie generowała zadowalające zyski z działalności operacyjnej pomniejszone o daniny na rzecz państwa oraz jednostek samorządu terytorialnego.

Inwestor lokujący środki finansowe na rynku nieruchomości musi wziąć pod uwagę, czy dana inwestycja osiągnie zakładane cele inwestycyjne, oraz przyniesie określone dochody z działalności operacyjnej. Nie bez znaczenia są również formy opodatkowania, co ma istotny wpływ na wysokość generowanych przez nieruchomość dochodów.

Wzrost wartości nieruchomości (aktywów) jednostka gospodarcza (inwestor) może zaliczyć nieruchomość do inwestycji⁷² (art. 3 ust. 1 pkt. 17) w przypadku gdy nie jest ona użytkowana na potrzeby własne, ale przynosi pożytki w postaci:

- przyrostu wartości,
- innych pożytków z dzierżawy i czynszów,
- zysków z transakcji handlowych, np. ze sprzedaży nieruchomości powyżej ceny zakupu.

Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR 40) precyzują sytuacje, gdy nieruchomość służy jednostce w celach inwestycyjnych i jest zbywana w sytuacji wzrostu jej wartości. W §8 MSR 40⁷³ wyszczególniono składniki majątkowe, które zalicza się do nieruchomości inwestycyjnych:

- a) grunt utrzymywany w posiadaniu ze względu na długoterminowy wzrost jego wartości, a nie w celu sprzedaży po krótkim okresie w ramach zwykłej działalności jednostki;
- b) grunt, którego przyszłe użytkowanie pozostaje aktualnie nieokreślone (jeżeli jednostka nie określiła, że będzie użytkowała grunt jako nieruchomość zajmowaną przez właściciela, lub przeznaczy go na sprzedaż w krótkim okresie w ramach zwykłej działalności gospodarczej, to uznaje się, że grunt ten jest utrzymywany w posiadaniu ze względu na wzrost jego wartości);
- c) budynek, którego właścicielem jest jednostka (lub nabyty przez jednostkę na podstawie umowy leasingu finansowego), oddany przez jednostkę w leasing operacyjny na podstawie jednej lub większej liczby umów;
- d) budynek, który obecnie jest niewykorzystany, a który został przeznaczony do oddania w leasing operacyjny na podstawie jednej lub większej liczby umów⁷⁴.

Osiąganie przychodu z działalności operacyjnej – wszelkie inne pożytki wynikające z działalności wykorzystującej nieruchomość do osiągania przychodów zalicza się do działalności operacyjnej – kupno i sprzedaż nieruchomości w zakresie zwykłej działalności jednostki, nieruchomości w trakcie budowy lub adaptacji na potrzeby najmu bądź dzierżawy, nieruchomości

⁷² Ustawa o rachunkowości z dnia 29.09.1994 r., www.isap.sejm.gov.pl (19.09.2021).

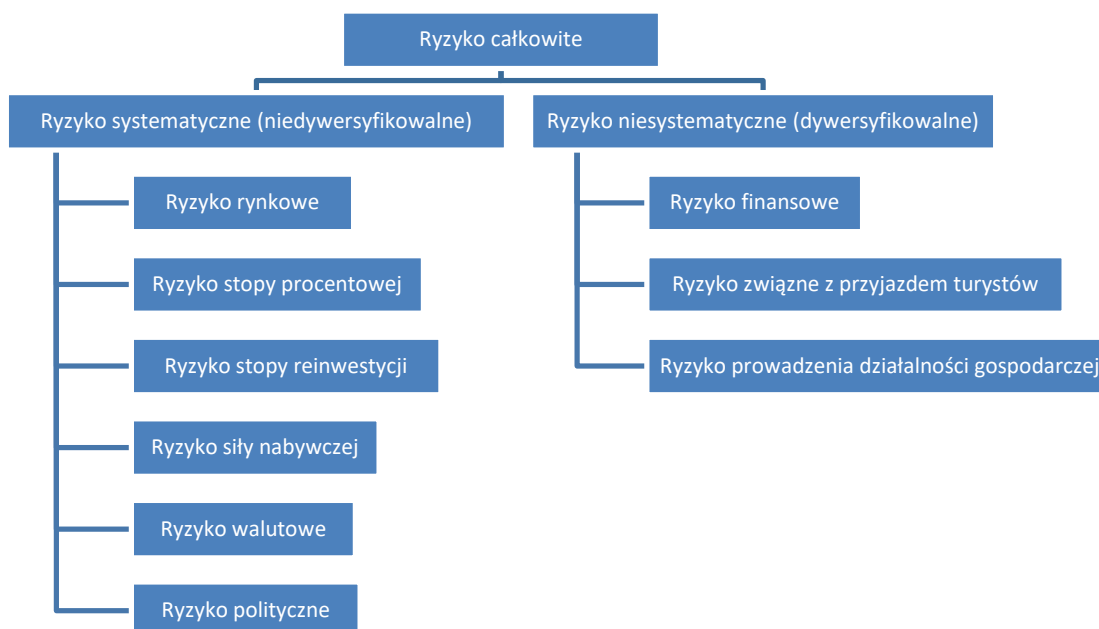
⁷³ <https://polanskiadyt.pl/wp-content/uploads/2012/11/MSR-40-Nieruchomo%c5%9bci-inwestycyjne.pdf>.

⁷⁴ Ibidem.

oddane w leasing innej jednostce oraz pożytki wynikające z użytkowania nieruchomości. Przychodem z działalności operacyjnej w jednostkach zajmujących się zarządzaniem nieruchomościami jest również zakup jednostki w condohotelu bądź w condoapartamencie. Każda inna działalność jednostek zarządzających nieruchomościami, taka jak wynajem powierzchni reklamowych, wynajem pomieszczeń biurowych, wynajem mieszkań, stanowi działalność operacyjną i jest opodatkowana w zależności od formy prowadzonej działalności podatkiem dochodowym, który będzie opisany w kolejnych punktach tego rozdziału.

Utrzymywanie realnej wartości inwestycji – zgodnie z racjonalnym założeniem inwestora należy dokonywać takich wyborów inwestycyjnych, które nie będą powodować realnej utraty wartości. Należy brać pod uwagę aspekty gospodarcze, cykle koniunkturalne w gospodarce, czynniki demograficzne, ewentualne inwestycje państwowe o dużym spektrum oddziaływania na lokalną gospodarkę. Kierując się racjonalnym podejściem do inwestycji w nieruchomości, należy brać pod uwagę konieczne do przeprowadzenia prace modernizacyjne i konserwatorskie w celu nie pogorszenia stanu nieruchomości, korzystniej jednak jest dokonywać takich działań, aby wartość nieruchomości utrzymywana była na niezmiennym poziomie, a najlepiej gdyby rosła. Szczególną uwagę należy zwrócić na wskaźnik inflacji zarówno na rynku krajowym, jak i w przypadku inwestorów zagranicznych. Innym ważnym czynnikiem jest stabilność systemu prawnego oraz podatkowego na danym rynku, która w określonych przypadkach, przy niekorzystnych zmianach, może wywoływać skutki w postaci utraty wartości nieruchomości. Bardzo ważnym czynnikiem są wahania kursów walutowych na rynkach międzynarodowych oraz wysokość stóp procentowych, czyli stabilność systemów finansowych poszczególnych krajów.

Zrealizowanie zakładanych celów inwestycyjnych uzależnione jest od spełnienia szeregu kryteriów inwestycyjnych. Istotnym jest uwzględnienie kryterium ryzyka. Rodzaje ryzyka przedstawiono na rys. 2.9, a opis zawarto poniżej.



Rysunek 2.9. Źródła ryzyka

Źródło: opracowano na podstawie H.B. Mayo, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2019, s. 137.

Kryterium ryzyka – niepewność inwestora co do faktycznej stopy zwrotu w porównaniu z oczekiwaną stopą zwrotu nosi nazwę ryzyka. Wyróżnić można kilka rodzajów ryzyka funkcjonujących na rynku kapitałowym.

Ryzyko systematyczne to takie, które wpływa na stopy zwrotu ze wszystkich porównywalnych instrumentów finansowych. Występuje wówczas zależność – na rosnącym rynku rosną ceny w większości instrumentów. Występuje również zależność między stopą zwrotu z danego waloru a stopami zwrotu wszystkich aktywów tego samego rodzaju. Często mówi się, że jest to ryzyko niedywersyfikowalne z uwagi na rodzaj portfela, w którym znajdują się porównywalne aktywa co nie zmniejsza źródła ryzyka⁷⁵.

Ryzyko rynkowe – rodzaj ryzyka systematycznego odnosi się do zjawiska związanego z tendencją cen akcji, nieruchomości i instrumentów finansowych do poruszania się w tym samym kierunku co rynek. Ceny instrumentów finansowych oraz nieruchomości, surowców oraz metali szlachetnych podlegają fluktuacjom. Polega to na tym, że w sytuacji wzrostu cen metali szlachetnych wartość pojedynczego pierścienia również ulega wzrostowi. Zachodzi na rynku prawidłowość, że jeżeli dokonujesz inwestycji nie możesz uniknąć ryzyka rynkowego.

Ryzyko stopy procentowej zachodzi wówczas kiedy odnosimy je do cen instrumentów finansowych szczególnie zaś instrumentów o stałym dochodzie, które wykazują tendencje do poruszania się w przeciwnym kierunku niż zmiany stóp procentowych⁷⁶. Inwestor korzystający z instrumentów finansowych musi przewidzieć zmianę kosztu takiego instrumentu i tym samym ująć ten koszt przy planowaniu zysku z inwestycji.

Ryzyko stopy reinwestycji to ryzyko związane z zaangażowaniem kapitałowym zysków z inwestycji. Inwestorzy często wykorzystują zyski z inwestycji na cele konsumpcyjne w tym dobra i usługi, inaczej niż inwestorzy instytucjonalni, którzy dokonują dalszych inwestycji w celu akumulacji majątku.

Ryzyko siły nabywczej związane jest ze zjawiskiem inflacji i oznacza utratę siły nabywczej kapitału oraz dochodów, związanej z ogólnym wzrostem cen. Innym zjawiskiem równie niebezpiecznym szczególnie na rynku nieruchomości jest deflacja, która oznacza realny spadek cen, szczególnie dotkliwy jest dla rynku nieruchomości.

Ryzyko walutowe odnosi się do wartości jednej waluty względem innej, czyli do zmiany kursu walutowego. Nienormatywne odchylenia kursów walutowych oznaczają, że inwestycje denominowane w obcej walucie wzrastają bądź spadają wraz ze zmianą kursu walutowego, co powoduje wzrost lub spadek wartości inwestycji. Dotyczy to inwestorów, którzy funkcjonują na rynkach międzynarodowych i wykonują operacje w walutach obcych.

Ryzyko polityczne (*sovereign risk* lub *political risk*) to ryzyko związane z inwestowaniem na rynku papierów dłużnych w instrumenty emitowane przez rządy poszczególnych państw.

Ryzykiem politycznym o innym charakterze jest inwestowanie na rynkach krajów o niestabilnej sytuacji gospodarczej i politycznej oraz o niestabilnej sytuacji prawnej. Dotyczy to szczególnie krajów rozwijających się oraz takich, gdzie zasady demokratycznego państwa prawa obowiązują od niedawna. Innym przykładem może być sytuacja utraty suwerenności i tym samym zmiany obowiązującego prawa (np. aneksja Krymu przez Rosję).

Ryzyko niesystematyczne zwane również dywersyfikowalnym jest uzależnione od czynników charakterystycznych dla poszczególnych instrumentów finansowych. Odnosi się ono do

⁷⁵ H.B. Mayo, *Inwestycje...*, s. 136.

⁷⁶ Ibidem, s. 137.

wewnętrznych procesów zachodzących w poszczególnych jednostkach gospodarczych i może być związane np. ze strajkiem pracowników bądź decyzjami podjętymi w konkretnej jednostce gospodarczej i nie odnoszą się do innych jednostek oraz rynków.

Ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej (*business risk*) jest związane z całością przedsięwzięć o charakterze gospodarczym skorelowane z działalnością jednostki. W zależności od charakteru prowadzonej działalności ryzyko z tym związane również charakteryzuje się adekwatnym stopniem. Biorąc pod uwagę wiele procesów gospodarczych, należy uznać takie ryzyko o znacznym stopniu złożoności.

Ryzyko związane z przyjazdem turystów – szczególnie ważnym rodzajem ryzyka na rynku condonieruchomości jest natężenie ruchu turystycznego. Inwestorzy działający na rynku turystycznych condonieruchomości muszą brać pod uwagę czynnik zapotrzebowania na obiekty w rejonach turystycznych oraz zdarzenia nieprzewidziane. W czasie pisania niniejszej rozprawy mamy do czynienia z epidemią koronawirusa (COVID-19), co spowodowało znaczne ograniczenie ruchu turystycznego oraz przemieszczania się ludności, co z kolei było nieznane znacznej części społeczeństwa. Nastąpił praktycznie całkowity brak wykorzystania obiektów turystycznych w miesiącach od marca do końca maja 2020 roku.

Kryterium efektywności inwestycji nierozłączną składową procesy inwestycyjnego jest oszacowanie uzyskanych wyników⁷⁷, czyli zbadania osiągniętych wyników oraz porównania odpowiednimi wskaźnikami⁷⁸. Na rynku kapitałowym do oceny efektywności inwestycji stosowane są miary proste i złożone⁷⁹, najczęściej w sytuacji zbadania pojedynczych instrumentów bądź portfeli składających się z wielu instrumentów. Przyjąć zatem należy, że miary proste to takie, przy pomocy których wylicza się wyniki inwestycyjne bez równoległego uwzględnienia stopy zwrotu i występującego ryzyka. W przypadku miar złożonych uwzględnia się takie czynniki jak stopa zwrotu i czynnik ryzyka.

2.3. Condonieruchomość jako inwestycja

Rynek nieruchomości pozwala inwestorom zainwestować zgromadzony kapitał w zakup mieszkań bądź nieruchomości komercyjnych. Alternatywą dla rynku nieruchomości powszechnie znanego i w dużej mierze zweryfikowanego przez inwestorów jest pojawiająca się możliwość inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych jakimi są condonieruchomości, stanowiące dynamicznie rozwijający się segment rynku nieruchomości w obszarze turystycznym.

Z ocen analityków rynku nieruchomości wynika, że condoinwestycje to bezpieczna forma lokowania kapitału, przyjmuje się, że bezpieczniejsza niż lokaty bankowe czy akcje przedsiębiorstw.

Rozważając inwestycje na rynku condonieruchomości należy wziąć pod uwagę wszelkie wady i zalety nabywanych nieruchomości. Najbardziej rozpowszechnionym rynkiem

⁷⁷ P. Bernstein, A. Damodaran, *Zarządzanie inwestycjami*, Warszawa 1999, s. 1–3.

⁷⁸ K. Jajuga, *Pomiar, przypisanie i prezentacja wyników zarządzania aktywami – wprowadzenie teoretyczne*, „Rynek Terminowy” 2005, nr 3, s. 5.

⁷⁹ T. Sędkowski, *Ocena wyników polskich funduszy inwestycyjnych przy wykorzystaniu miar efektywności zarządzania portfelami papierów wartościowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Zeszyt Naukowy” 2004, nr 41, s. 10; J. Żyrzyński, *Podstawy metod statystycznych dla zarządzania*, Warszawa 2004, s. 219–200.

condonieruchomości jest obszar condohoteli oraz condoapartamentów, gdzie inwestorzy dokonali w ostatnich latach znacznych inwestycji.

Dynamicznie rozwijający się rynek condonieruchomości poszukując nowych kierunków rozwoju, wchodzi w segmenty rynku zarezerwowane wcześniej dla inwestorów na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Jednym z pomysłów na zagospodarowanie rynku jest łódzki condoakademik (pierwszy w Polsce)⁸⁰ i kolejne w Krakowie i Katowicach.

Analizy ekspertów rynku nieruchomości pokazują, że rentowność mieszkania w systemie condo i pokoju w condohotelu jest porównywalna⁸¹. Inwestycja w condoapartament pozwala inwestorowi swobodnie rozporządzać swoją nieruchomością, natomiast inwestycja w condopokój w hotelu wiąże się z ograniczeniem w zakresie użycia takiej nieruchomości jako zabezpieczenie kredytu.

Przy rozważaniu zaangażowania kapitału w condonieruchomość szczególną uwagę należy zwrócić na umiejscowienie nieruchomości.

W przypadku condoapartamentu należy rozpatrywać lokalizację o znacznym natężeniu ruchu turystycznego, czyli obszar gór i nadmorski. Inwestując w pokój w condohotelu bądź w condomieszkanie, należy rozpatrywać umiejscowienie w aglomeracjach najlepiej akademickich oraz w miejscowościach o dużym potencjale turystycznym w przypadku condohotelu.

Condonieruchomości w Polsce rozwinęły się szczególnie w obszarze turystycznym, gdzie można zaobserwować niesłabnące zainteresowanie tą formą inwestowania, a nawet obserwuje się zwiększone zainteresowanie inwestowania w ten segment rynku nieruchomości komercyjnych w obszarze nieruchomości turystycznych. Deweloperzy i operatorzy zarządzający nieruchomościami oferują atrakcyjne stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Duovita Smart Apartaments z Wisły oferuje apartamenty o powierzchni 20 m² z pełnym wyposażeniem w kwocie 355 tys. zł plus VAT (stan na 15.05.2021r.).

Możliwe do uzyskania wynagrodzenie w systemie 50/50 wynosi około 26 500 zł w skali roku przy obłożeniu 55%. Przy obłożeniu około 69% wynagrodzenie roczne wynosi około 32 tys. zł; przy obłożeniu około 79% – 35 500 zł, natomiast przy obłożeniu około 88,5% – 39 000 zł. Finalna kwota przychodu uzależniona jest od wielkości obłożenia, cen noclegu oraz sezonu⁸².

Operator przewiduje inny niż procentowy udział w zysku sposób rozliczeń z inwestorem oparty na procentowym zwrocie od zainwestowanego kapitału.

Model 8% – właściciel apartamentu miesięcznie otrzymuje stałą kwotę, stanowiącą 8% stopę zwrotu w skali roku. Stopa zwrotu 8% naliczana jest od wartości netto lokalu bez wyposażenia⁸³. Inwestycje w condonieruchomości w segmencie turystycznym przynoszą inwestorom zwrot z zainwestowanego kapitału w skali 6–8% w stosunku rocznym (realnie należy przyjąć 7% w stosunku rocznym).

W Polsce rynek condonieruchomości zdominowany jest przez condohotele i condoapartamenty, w których poszczególne jednostki (pokój bądź apartament) zarządzane i administrowane są przez operatora bądź w przypadku hotelu – operatora hotelowego (np. Hilton).

80 K. Chrabąszcz, *Condo inwestycja jako alternatywa forma alokacji kapitału*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2014, nr 1 (24), s. 51.

81 Ibidem.

82 <https://duovita.pl/kalkulator-przychodu/>.

83 <https://duovita.pl/kalkulator-przychodu/>.

Poszczególne jednostki (pokoje bądź apartamenty) stanowią własność innych osób fizycznych lub prawnych wyodrębnionych i zaewidencjonowanych w księgach wieczystych.

Inwestycja w condonieruchomość pozwala jej właścicielowi na korzystanie z prawa pobytu w danej nieruchomości przez okres kilku tygodni (najczęściej dwóch) w ciągu roku nieodpłatnie. Dla wielu inwestorów indywidualnych condonieruchomość w atrakcyjnym turystycznie miejscu stanowi alternatywę, w stosunku do innych instrumentów, oraz możliwość inwestowania w przedsięwzięcia o mniejszym ryzyku.

Jak większość inwestycji w nieruchomości również inwestycja w condoapartamenty stanowi zabezpieczenie kapitału przed skutkami inflacji, oraz wahaniami na rynkach. Dla wielu inwestorów condoapartament w prestiżowej lokalizacji stanowi namiastkę tzw. drugiego domu⁸⁴. Rynek condonieruchomości po spełnieniu określonych warunków eliminujących ryzyko związane z umiejscowieniem nieruchomości oraz po zminimalizowaniu innych rodzajów ryzyka może stanowić dla inwestorów atrakcyjną formę lokowania kapitału, a w dłuższej perspektywie przynosić dodatkową korzyść w postaci wzrostu wartości nieruchomości.

2.4. Inwestorzy na rynku condonieruchomości

Ukształtowany rynek nieruchomości tworzy platformę do wymiany wzajemnie powiązanych ze sobą uczestników tego rynku, na którym występują również inwestorzy, którzy spełniają znaczącą rolę. W zależności od charakteru i rodzaju nieruchomości inwestorzy różnie formułują cele podejmowanych decyzji. Zazwyczaj przy podejmowaniu decyzji brane są pod uwagę następujące czynniki:

- zaspokojenie potrzeb egzystencjalnych,
- działalność zawodowa związana z prowadzoną działalnością gospodarczą w obrębie rynku nieruchomości dla osiągnięcia korzyści finansowych z tytułu dzierżawy bądź wynajmu,
- działalność spekulacyjna w oczekiwaniu na wzrost cen nieruchomości⁸⁵.

Różnorodność rozliczeń z operatorem i rodzajów condonieruchomości oraz ryzyka w obszarze rynku turystycznego uwypukla liczbę problemów do rozpatrzenia oraz zagrożeń, które musi rozpatrzyć inwestujący na rynku nieruchomości. Inwestorzy zagraniczni lokujący kapitał w Polsce muszą wziąć pod uwagę wiele innych powiązanych ze sobą czynników, szczególnie w obszarze otoczenia prawnego, finansowego, bankowego i innych. Istotne znaczenie mają przede wszystkim ceny transakcyjne oraz sposoby rozliczenia z operatorami, które opisano w dalszej części opracowania⁸⁶.

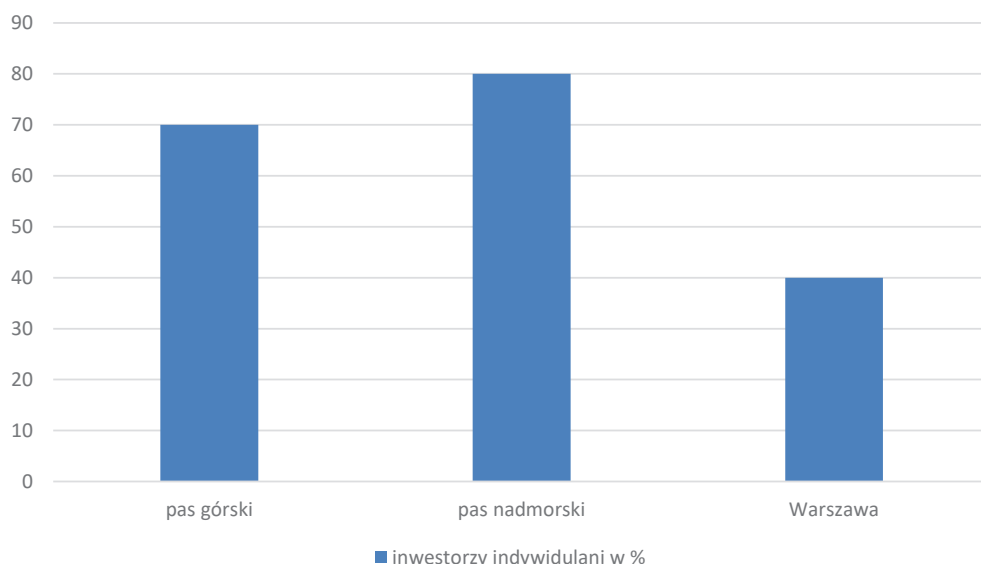
Inwestorzy indywidualni inwestujący na rynku condonieruchomości to zazwyczaj osoby fizyczne prowadzące działalność, bądź osoby prywatne. Nieruchomości przez nich nabywane zazwyczaj służą jako drugi bądź kolejny dom (apartament lub pokój w hotelu) w atrakcyjnej lokalizacji nadmorskiej bądź górskiej. W zależności od umiejscowienia inwestycji różnie rozkłada się struktura inwestorów na rynku condonieruchomości. W pasie górskim inwestorzy

⁸⁴ K. Chrabąszcz, *Condo inwestycje...*, s. 51.

⁸⁵ T. Klusek, *Inwestorzy zagraniczni na polskim rynku nieruchomości*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie” 2016, z. 3, s. 167–180.

⁸⁶ M. Szaucka, A. Szóstek, *Ocena uwarunkowań nabywania nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych*, „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2012, vol. 20, nr 3, s. 261–272.

zakupujący condonieruchomości stanowią około 70%⁸⁷. W większości, inwestorzy indywidualni w poszczególnych lokalizacjach kupują pojedyncze jednostki. Są też tacy, dla których jest to kolejna inwestycja i w zależności od lokalizacji i innych czynników dokonują zakupu więcej niż jednej jednostki. Zupełnie inaczej przedstawiają się inwestycje w pasie nadmorskim, gdzie udział inwestorów prywatnych stanowi ponad 80% wszystkich inwestycji. Udział inwestorów indywidualnych inwestujących w poszczególnych lokalizacjach przedstawiono na rys. 2.10.



Rysunek 2.10. Udział procentowy inwestorów indywidualnych na poszczególnych rynkach

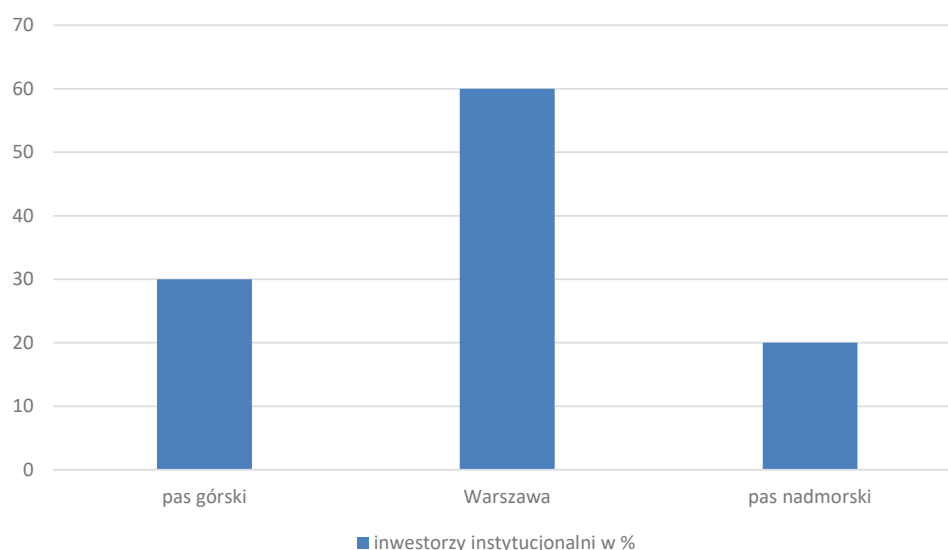
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego wywiadu telefonicznego (8.07.2020 r.) z 10 firmami zajmującymi się sprzedażą condonieruchomości.

Inwestorzy instytucjonalni – odmiennymi od inwestorów fizycznych są inwestorzy instytucjonalni, to zazwyczaj firmy, które nabywają apartamenty bądź pokoje hotelowe z przeznaczeniem na użytek komercyjny, ale zdarzają się, szczególnie w pasie górskim tacy, którzy nabywają apartamenty dla pracowników. W zależności od umiejscowienia poszczególnych nieruchomości inaczej, niż w przypadku osób fizycznych, rozkłada się struktura zakupu. Najwięcej inwestorów instytucjonalnych (firm) inwestuje w Warszawie w pokoje hotelowe (condohotele). Udział inwestorów instytucjonalnych na stołecznym rynku wynosi 60% i wskaźnik ten jest najwyższy w Polsce. Inwestorzy instytucjonalni dokonujący inwestycji w pasie górskim stanowią około 30% wszystkich inwestorów. Obszar nadmorski charakteryzuje się najmniejszym współczynnikiem tego typu inwestorów w całym rynku condonieruchomości i stanowi około 20%⁸⁸.

⁸⁷ Dane na podstawie przeprowadzonego wywiadu telefonicznego w dniu 08.07.2020 z 10 firm zajmujących się sprzedażą condonieruchomości.

⁸⁸ Dane na podstawie przeprowadzonego wywiadu telefonicznego w dniu 08.07.2020 z 10 firm zajmujących się sprzedażą condonieruchomości.

Udział inwestorów instytucjonalnych zawierających transakcje w poszczególnych lokalizacjach przedstawiono na rys. 2.11.



Rysunek 2.11. Udział procentowy inwestorów instytucjonalnych na poszczególnych rynkach

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego wywiadu telefonicznego (8.07.2020 r.) z 10 firmami zajmującymi się sprzedażą condonieruchomości.

W opracowaniu używane jest pojęcie **Inwestor**. To pojęcie odnosi się wyłącznie do osoby fizycznej nabywającej condojednostkę, nie należy mylić z inwestora z np. deweloperem, osobą czy spółką realizującą inwestycję budowlaną. Szerzej inwestor, to osoba która nabywa na własność condoapartament, lub condopakój w hotelu.

2.5. Decyzje inwestycyjne – przebieg i fazy procesu

Przed rozpoczęciem procesu inwestycyjnego, deweloper dokonuje analizy uwarunkowań finansowych, które były omówione w poprzednim rozdziale oraz uwarunkowań pozafinansowych, które musi brać pod uwagę rozpoczynając inwestycję. W literaturze przedmiotu przedstawiono zakres przygotowań oraz opis działań nowo projektowanej inwestycji w nieruchomości. Według K. Kirejczyka oraz J. Łaszka w *Vademecum dewelopera* z 1997 roku można odnaleźć następujący schemat postępowania w procesie przygotowania inwestycji⁸⁹:

1. Analizy poprzedzające projekt:
 - analiza rynku,
 - wstępna wizja organizacji inwestycji,
 - analiza lokalizacji,
 - wstępna analiza wykonalności finansowej (koszty, ceny sprzedaży, źródła finansowania).
2. Dokumentacja przedprojektowa:

⁸⁹ K. Kirejczyk, J. Łaszek, *Vademecum dewelopera*, Kraków 1997, s. 108.

- nabycie praw do terenu w celu realizacji inwestycji i uzyskanie decyzji o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu,
- przygotowanie materiałów wyjściowych do projektowania,
- wybór projektanta, opracowanie koncepcji programowo-przestrzennej,
- wstępne oszacowanie kosztów inwestycji (projekt budżetu).
- 3. Dokumentacja projektowa:
 - opracowanie projektu budowlanego,
 - uzyskanie wymaganych opinii, uzgodnień; uzyskanie pozwolenia na budowę, wraz z zaawieraniem projektu budowlanego,
 - promocja i rozpoczęcie sprzedaży,
 - opracowanie dokumentacji technicznej, ew. organizacji robót,
 - opracowanie dokumentacji kosztorysowej (kosztorysy inwestorskie).
- 4. Wybór wykonawcy:
 - przeprowadzenie konkursu ofert lub przetargu na wykonanie robót budowlanych,
 - przeprowadzenie negocjacji przedumownych i zawarcie umów o wykonanie robót i dostaw.
- 5. Opracowanie wniosku i podpisanie umowy o kredyt budowlany.
- 6. Realizacja budowy.
- 7. Zakończenie inwestycji:
 - sprawdzenie dokumentacji powykonawczej,
 - uzyskanie pozwolenia na użytkowanie,
 - przeniesienie własności na ostatecznych nabywców (przy inwestycjach na sprzedaż) lub podpisanie umów najmu,
 - spłata kredytu budowlanego.

Jednocześnie z opracowaniem planu działania dotyczącym realizacji inwestycji oraz podjęciem decyzji o realizacji danego obiektu komercyjnego rozpoczyna się proces sprzedaży i marketingowy w odniesieniu do konkretnego obiektu wypoczynkowego.

Obecnie proces promocyjny danej nieruchomości wypoczynkowej zazwyczaj odbywa się poprzez kanały elektroniczne, w tym poprzez docieranie do potencjalnych klientów za pomocą mediów społecznościowych. Na portalach społecznościowych, w tym na Facebooku istnieje możliwość wykupienia postów promocyjnych, które są kierowane do spersonalizowanej grupy odbiorców⁹⁰. Podobną usługę świadczy również portal społecznościowy Instagram⁹¹.

Innym rozwiązaniem jest dotarcie do potencjalnych zainteresowanych za pośrednictwem poczty e-mail. Równolegle promocja jest prowadzona w tradycyjnych mediach.

Inwestor planujący realizację inwestycji na rynku condonieruchomości powinien dokonać następujących analiz w celu zbadania zasadności podejmowanych działań:

- studium demograficznego miejscowości oraz natężenia ruchu turystycznego danej lokalizacji ze szczególnym uwzględnieniem struktury odwiedzających turystów, liczby turystów oraz prognoz rozwoju rynku turystycznego,
- analizy realnego popytu, czyli realnego zainteresowania zakupem jednostek condo w realizowanym obiekcie, należy rozważyć szacunkowe zapotrzebowanie w okresie rocznym na wypoczynek w condoapartamentach,

⁹⁰ Facebook, Centrum reklam, www.facebook.com (5.08.2020).

⁹¹ Instagram, Promocje, www.Instagram.com (5.08.2020).

- analizy atrakcyjności turystycznej miejscowości, w której realizowana ma być inwestycja w condonieruchomość, należy brać pod uwagę czas dokonywania badań, a także perspektywę kilkuletnią,
- opisu sytuacji pod kątem zbadania lokalnego rynku oferowanych miejsc noclegowych w regionie z uwzględnieniem standardów obowiązujących w innych miejscach, należy brać pod uwagę takie parametry jak wielkość pokoi, odległość od atrakcji turystycznych, standard wyposażenia, wiek lokali,
- analizy informacji o oczekiwaniach klientów (turystów) o preferowanych wielkościach lokalizacji, standardu wykończenia, wysokości czynszu oraz gotowości do odbycia wypoczynku w określonym przedziale czasowym,
- analizy informacji o walorach przyrodniczych, odległości od skupisk ludności, odległości od ośrodków przemysłowych, możliwościach komunikacyjnych z uwzględnieniem środków transportu zbiorowego oraz dostępności dróg,
- analizy informacji o konkurencji na lokalnym rynku condonieruchomości bądź o konkurencji w niewielkiej odległości.

Analizując rynek, otrzymamy szczegółowe informacje, na podstawie których inwestor podejmie decyzję o realizacji i sensowności konkretnej inwestycji. Analiza pozwoli uzyskać odpowiedź czy dana inwestycja zostanie sprzedana potencjalnym inwestorom, czy potencjalni inwestorzy uzyskają zwrot zainwestowanych środków oraz czy planowaną nieruchomością będą zainteresowani turyści odwiedzający miejscowość, w której się znajduje. Przede wszystkim inwestor uzyska pełną informację o preferowanej lokalizacji, wielkości jednostek, układzie funkcji, cenie sprzedaży oraz innych preferencjach potencjalnych klientów. Inwestor zdobędzie wiedzę o wszelkich innych zagadnieniach związanych z przygotowaniem, realizacją, sprzedażą oraz zakończeniem inwestycji.

Potencjalni nabywcy jednostek w condonieruchomościach uzyskają od dewelopera przybliżone statystyki natężenia ruchu turystycznego, co może ułatwić podjęcie decyzji o dokonaniu zakupu condoapartamentu lub pokoju w condohotelu. W fazie początkowej projektu inwestor musi przyjąć wstępną wizję organizacji inwestycji. Jeżeli tego nie zrobił podczas opracowywania biznesplanu, wówczas należy dokonać egzegezy pod kątem odpowiedzi na zasadnicze pytania:

- czy inwestor podoła zadaniom wynikającym z realizacji inwestycji w obecnym schemacie organizacyjnym, czy powinien rozważyć powołanie podmiotu celowego?
- czy dysponuje odpowiednim zespołem pracowników o niezbędnych kwalifikacjach, który będzie prowadził prace przygotowawcze, koordynacyjne i nadzorcze w czasie realizacji poszczególnych faz projektu?
- czy ma odpowiednie osoby i czy może powierzyć im poszczególne zakresy obowiązków?
- czy osoby będące w dyspozycji inwestora legitymują się niezbędnymi kwalifikacjami, odpowiednim doświadczeniem potrzebnym do realizacji zaplanowanej inwestycji?
- czy w przypadku braku pracowników o niezbędnych kwalifikacjach jest możliwość uzupełnienia kadry osobami z zewnątrz, z odpowiednimi kwalifikacjami, doświadczeniem i wiedzą?

- czy ma harmonogram realizacji inwestycji, szczegółowy harmonogram działań przygotowawczych; jeśli nie, czy jest decyzja kto taki harmonogram zrealizuje na potrzeby konkretnego projektu?⁹²

W tej części prac inwestor realizuje zadanie stworzenia kompetentnego zespołu celem realizacji inwestycji oraz podejmuje decyzję o tym czy jest w stanie zrealizować obiekt turystyczny samodzielnie, wykorzystując własny zespół, czy podjąć decyzję o wykorzystaniu inwestora zastępczego.

Analizę lokalizacji condonieruchomości omówiono w rozdziale 4.1. *Uwarunkowania geograficzne inwestycji*. Zgodnie z założeniami schematu postępowania przed rozpoczęciem realizacji inwestycji w analizie poprzedzającej projekt w punkcie 4 należy omówić wstępną analizę wykonywalności finansowej.

Finansowane uwarunkowania omówiono w rozdziale III *Finansowe uwarunkowania inwestowania na rynku condonieruchomości*.

Dokumentacja przedprojektowa zgodnie z wymaganiami ustawowymi⁹³ inwestor planujący realizację inwestycji ma obowiązek zwrócić się do wójta, burmistrza bądź prezydenta miasta z wnioskiem o wydanie warunków zabudowy. Decyzja o warunkach zabudowy powinna zgodnie z ustawą określać:

- rodzaj inwestycji,
- warunki wynikające z ustaleń miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, o ile taki plan dla danego obszaru istnieje,
- warunki zabudowy wynikające z przepisów szczegółowych,
- warunki obsługi w zakresie infrastruktury technicznej,
- wymagania dotyczące ochrony interesów osób trzecich,
- linie rozgraniczające teren inwestycji,
- okres ważności decyzji⁹⁴.

Zwracając się do urzędu o wydanie warunków zabudowy, inwestor zgodnie z przyjętą koncepcją powinien uwzględnić takie aspekty prowadzonego przez siebie przedsięwzięcia inwestycyjnego, aby móc określić zapotrzebowanie na media oraz infrastrukturę techniczną, a także przedstawić przybliżone parametry techniczne oddziaływania na środowisko. Kolejnym elementem harmonogramu jest nabycie praw do terenu w celu realizacji inwestycji. Prawo budowlane w art. 4 stanowi, że każdy ma prawo zabudowy nieruchomości gruntowej, jeżeli wykaze prawo do dysponowania nieruchomością na cele budowlane, pod warunkiem zgodności zamierzenia budowlanego z przepisami⁹⁵.

Inwestor realizujący inwestycje budowlaną, w tym condonieruchomość ma możliwość zastosować jedno z kilku rozwiązań formalno-prawnych:

- zakupu (lub nabycia prawa wieczystego użytkowania) terenu z natychmiastowym uiszczeniem należności,
- zakupu terenu z rozłożeniem płatności na kilka rat, w sposób dopasowany terminowo do planowanego harmonogramu sprzedaży,

⁹² Opracowano na podst. K. Kirejczyk, J. Łaszek, *Vademecum dewelopera...*, s. 112.

⁹³ Ustawa z 27.03.2003 r. o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym.

⁹⁴ Ibidem, art. 10.

⁹⁵ Ustawa z 7.07.1994 r. Prawo budowlane.

- zakupu części terenu (np. w pierwszym etapie inwestycji) połączonego z podpisaniem umowy przyrzeczenia sprzedaży pozostałej części terenu w określonym terminie i na określonych w umowie warunkach,
- stworzenia spółki celowej z właścicielem terenu, który wniesie teren aportem do nowo utworzonej spółki,
- podpisania umowy długoletniej dzierżawy, połączonej z warunkiem przyrzeczenia sprzedaży po okresie dzierżawy lub w trakcie (opcja) – rozwiązanie mało popularne, ze względu na trudne do przewidzenia ceny gruntów w przyszłości,
- podpisania umowy uprawniającej go do realizacji inwestycji (w tym robót budowlanych) na rzecz właściciela w określonym w umowie okresie⁹⁶.

Najbardziej popularnym rozwiązaniem stosowanym przez inwestorów jest zakup terenu oraz natychmiastowa zapłata pełnej sumy.

Następnym etapem zgodnie z przyjętym harmonogramem po wyborze sposobu dysponowania gruntem jest decyzja inwestora o wyborze materiałów do realizowania inwestycji. Wybór materiałów należy dostosować zgodnie z preferencjami nabywców, uwzględnić funkcjonalność, koszty budowy oraz koszty eksploatacyjne w czasie użytkowania obiektu. Na etapie wstępnym należy założyć wybór technologii wykonania obiektu z uwagi na wstępne oszacowanie całkowitego kosztu. Obniżanie kosztów budynku łącznie z wyposażeniem sprowadza się do stosowania nowoczesnych technologii oraz konsekwentnego poszukiwania racjonalnych i oszczędnych rozwiązań w odniesieniu do wszystkich elementów budynku. Oszczędne rozwiązania należy stosować podczas budowy, zakupu materiałów potrzebnych do zrealizowania inwestycji oraz podczas prac wykończeniowych. Należy poszukiwać takich kompromisów, aby oszczędności nie powodowały odstępstw od przyjętego projektu oraz nie miały wpływu na jakość i estetykę całego obiektu. Według K. Kirejczyka i J. Łaszka obniżając koszty należy pamiętać o podstawowych zasadach podczas budowy:

- przegrody zewnętrzne (ściany i strop lub stropodach) są jednymi z bardziej kosztownych elementów, ich powierzchnia jest tym mniejsza, im bardziej zwarta jest bryła, co jednocześnie sprzyja oszczędzaniu energii,
- metr kwadratowy najtańszego okna jest o wiele droższy od ściany o tej samej powierzchni, zatem nie należy nadużywać powierzchni przeszklonych, zwłaszcza od północy,
- lepsza pod względem termicznym ściana zewnętrzna to mniejsze koszty grzejników, a w przyszłości niższe koszty ogrzewania,
- im mniej skomplikowanych detali, tym niższy budżet i mniejsze ryzyko popełnienia błędu przez wykonawcę, na przykład – wspornikowo wysunięte płyty balkonowe, wymagające skomplikowanego ocieplenia, lepiej zastąpić przez balkony oparte na niezależnej słupowej konstrukcji⁹⁷.

Kolejnym ważnym elementem przyjętego schematu jest wybór projektanta. Przy wyborze podmiotu, który będzie realizował projekt obiektu wypoczynkowego należy kierować się takimi przesłankami jak wiedza, doświadczenie oraz renoma biura projektowego:

- dotychczasowe doświadczenie biura w zakresie condonieruchomości (condoapartamenty, condohotele),
- lista zrealizowanych projektów condonieruchomości,

⁹⁶ K. Kirejczyk, J. Łaszek, *Vademecum dewelopera...*, s. 122.

⁹⁷ Ibidem, s. 126.

- kompleksowość prac biura projektowego z uwzględnieniem projektów w zakresie wykończenia wnętrz,
- wiedza i doświadczenie związane ze specyfiką condonieruchomości z uwzględnieniem doświadczenia w zakresie projektowania budynków energooszczędnych,
- termin realizacji projektu oraz dokumentacji,
- koszt poszczególnych etapów tworzonej dokumentacji,
- forma prawna pracowni (osoba fizyczna, osoba prawna, spółka partnerska),
- forma ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej z tytułu wad w dokumentacji technicznej oraz kwota wysokości odpowiedzialności,
- stosowane formy kontroli jakości przez biuro,
- uprawnienia pracowników biura pracujących przy tworzeniu projektu,
- forma nadzoru autorskiego stosowana przez biuro⁹⁸.

Ostatnim elementem dokumentacji przedprojektowej jest wstępny kosztorys pozwalający opracować projekt budżetu inwestycji. Wstępne oszacowanie należy rozpocząć od uwzględnienia wszelkich kosztów inwestycji z uwzględnieniem wzrostu cen poszczególnych etapów realizacji oraz od uwzględnienia rezerwy na sytuacje nieprzewidziane w projekcie budowlanym. Należy przewidzieć wzrost cen poszczególnych materiałów budowlanych, jak również zastosowanie alternatywnych komponentów w sytuacji zmiany technologii budowlanej bądź wykończenia wnętrz całego obiektu. Dobrą praktyką jest także przyjęcie założenia, że wybudowana condonieruchomość nie zostanie zbyta za sumę przyjętą w biznesplanie. Wówczas mamy do czynienia ze zmniejszeniem zyskowności z prowadzonej inwestycji. Wstępne oszacowanie musi przewidywać takie sytuacje jak opóźnienia w dostawach materiałów, opóźnienia prac budowlanych, zmienność warunków pogodowych (np. przedłużająca się zima w czasie prowadzenia prac budowlanych). Wszelkie nieprzewidziane wymienione wyżej okoliczności powodują konieczność wydłużenia okresu realizacji inwestycji, a w konsekwencji mniejsze zyski dla inwestora.

Dokumentacja projektowa – po zatwierdzeniu koncepcji realizacji inwestycji w condonieruchomości przez inwestora, oraz po oszacowaniu kosztów związanych z realizacją obiektu jak również po nabyciu gruntu pod przyszłą inwestycję należy przejść do etapu dokumentacji projektowej. Biorąc pod uwagę złożoność problemu, inwestorzy mogą korzystać z gotowych, sprawdzonych koncepcji projektowych⁹⁹ (zakup gotowych projektów), powtarzalnych i najczęściej zrealizowanych wcześniej. Alternatywą jest zlecenie wykonania dokumentacji projektowej i technicznej od podstaw, która uwzględnia opracowanie projektu wszelkich instalacji oraz wyposażenia obiektu, co stanowi koszt na poziomie kilku procent wartości budynku. Oprócz wydatków związanych z dokumentacją projektową inwestor powinien założyć koszty związane z dokumentacją przyłączeniową budynku do mediów elektrycznych, informatycznych, kanalizacyjnych, sanitarnych, kominiarskich i innych niezbędnych do uruchomienia budynku. Najczęściej już na tym etapie odbywa się promocja w celu pozyskania nabywców na condonieruchomość.

Wybór wykonawcy – podczas wyboru wykonawcy inwestorzy zazwyczaj kierują się podobnymi przesłankami jak podczas wyboru biura projektowego. Inwestor zlecając prace budowlane korzysta z kilku sprawdzonych konceptów:

⁹⁸ Opracowanie własne na podst. ibidem, s. 127.

⁹⁹ E. Wiśniewska, *Rynek nieruchomości a gospodarka...*, 217.

- bezpośrednie zlecenie realizacji inwestycji podmiotowi wybranemu dzięki własnemu doświadczeniu oraz doświadczeniu wykonawcy w wykonywaniu podobnych robót lub obiektów,
- rzetelność potwierdzona przez korzystających z usług podmiotu budowlanego innych inwestorów,
- wypłacalność oraz ubezpieczenie podmiotu realizującego prace budowlane¹⁰⁰.

Innym mechanizmem zlecenia prac budowlanych, szczególnie w odniesieniu do inwestycji o dużym rozmiarze i złożoności, jest organizowanie przetargu bądź konkursu ofert na wykonanie kompleksowe condonieruchomości. Zdarza się również, że inwestor organizuje przetarg na poszczególne etapy inwestycji, oddzielne na prace budowlane, oddzielnie na wykończenie wnętrza oraz na wykonawstwo niezbędnych instalacji. Po wyborze wykonawców inwestor może przystąpić do realizacji projektu, co wiąże się z wyasygnowaniem środków własnych bądź środków z finansowania zewnętrznego na zrealizowanie condonieruchomości. Zakończenie inwestycji odbywa się poprzez zbadanie przez uprawnione organy czy dany obiekt spełnia warunki określone w projekcie, czy jest zrealizowany zgodnie z dokumentacją oraz przez wydanie zgody na użytkowanie obiektu. Kolejny etap to przeniesienie własności do jednostek w condonieruchomości na poszczególnych nabywców.

2.6. Operator w procesie inwestycyjnym

Operator hotelowy w procesie inwestycyjnym w obszarze condonieruchomości stanowi jeden z najważniejszych elementów decydujących o sukcesie bądź porażce inwestycji. Kryterium doboru operatora na podstawie jego doświadczenia, sprawności poruszania się na rynku, znajomości materii związanej z obsługą hotelu bądź apartamentów, wiarygodności oraz zaplecza finansowego i merytorycznego przesądzają w znacznej mierze o prawidłowości funkcjonowania, a także o oczekiwanych przychodach z zainwestowanego kapitału w nieruchomość jaką jest condoapartament bądź pokój w condohotelu.

W procesie inwestycyjnym na rynku condonieruchomości, to na właścicielu jednostki spoczywa odpowiedzialność prawidłowego doboru operatora w taki sposób, że właściciel jednostki powinien uzyskać informację o kondycji i rzetelności operatora przed zakupem jednostki, a w skrajnych przypadkach podjęcia decyzji o zainwestowaniu kapitału w nieruchomość po wcześniejszym ustaleniu najważniejszych czynników i atrybutów, dotyczących operatora, któremu inwestor powierzy nieruchomość pod zarządzanie na kilkanaście lat.

1. Ogólna definicja funkcjonująca na rynku hotelarskim zakłada, że operator to przedsiębiorstwo świadczące pełny zakres następujących usług:
 - a) wynajmowanie pokoi;
 - b) wynajmowanie miejsc noclegowych;
 - c) zakwaterowanie;
 - d) podejmowanie decyzji i dokonywanie czynności mających na celu w szczególności:
 - zapewnienie właściwej gospodarki ekonomiczno-finansowej,
 - zapewnienie bezpieczeństwa użytkowania i właściwej eksploatacji,
 - bieżące administrowanie nieruchomością,

¹⁰⁰ Opracowanie własne na podst. M. Bryx, R. Matkowski, *Inwestycje w nieruchomości*, Warszawa 2001, s. 184.

- utrzymanie nieruchomości w stanie niepogorszonym, zgodnie z jej przeznaczeniem,
- uzasadnione inwestowanie w nieruchomość i usługi pokrewne, informacyjne i finansowe, marketingowe¹⁰¹.

Na potrzeby rynku condonieruchomości operator funkcjonujący w tym obszarze prowadzi działalność na obiektach będących własnością condoinwestorów. Najczęściej występującym operatorem na rynku jest przedsiębiorstwo działające na podstawie przepisów Kodeksu Spółek Handlowych i jest to spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Zdarzają się przypadki, choć bardzo rzadko, kiedy zarówno deweloperem, jak i operatorem jest ten sam podmiot. W przeważającej części zarządcą – operatorem condonieruchomości jest odrębny podmiot od dewelopera. Najczęściej jednak przyjętym modelem w Polsce jest taki, gdzie operatorem jest spółka zależna od dewelopera budującego obiekt¹⁰².

Podobny model zarządzania condonieruchomością obowiązuje w innych krajach, a konkretnie w Australii oraz w USA, gdzie właściciel powierza pod zarządzanie wyspecjalizowanemu operatorowi zakupioną condonieruchomość¹⁰³.

Istotnym czynnikiem świadczącym o dobrej kondycji operatora oraz o profesjonalnym jego podejściu do realizowania zadań, związanych z profesjonalnym zarządzaniem condonieruchomości, jest wysokość kapitału zakładowego operatora, któremu inwestor ma zamiar powierzyć zarządzanie swoim majątkiem. Minimalny kapitał zakładowy może dostarczyć inwestorowi wiedzy na temat kondycji finansowej i ewentualnych możliwości regulowania zobowiązań w przypadku ogłoszenia upadłości przez operatora. Tym samym, właściciel condojednostki może mieć kłopoty z odzyskaniem ewentualnych należności z tytułu zawartej z operatorem umowy. Biorąc pod uwagę fakt, że „gwarancja” stałej stopy zwrotu jest gwarantowana umową ze sp. z o.o. i nie należy jej traktować w sposób pewny w każdej sytuacji¹⁰⁴.

Podczas wyboru operatora, jak zauważa K. Wiśniewski, należy szczególnie zwracać uwagę na zapisy umowy oraz proporcjonalność zapisów chroniących interesy w odniesieniu zarówno do obowiązków i praw operatora, jak i inwestora. Wiśniewski również uwrażliwia inwestora na konieczność sprawdzenia operatora pod kątem wiarygodności finansowej oraz rzetelności prowadzonych działań związanych z zarządzaniem powierzonym majątkiem¹⁰⁵.

Jak wspomniano na wstępie, przy decyzji o inwestowaniu na rynku condonieruchomości istotnym elementem procesu inwestycyjnego jest dobór profesjonalnego operatora, który zagwarantuje osiągnięcie założonych wskaźników. Aby tego dokonać, należy przyjąć określone standardy doboru operatora, na podstawie wskazówek udzielonych przez wieloletnią prezes Property&Homes Sp. z o.o. Barbarę Wysocką¹⁰⁶. Wybierając odpowiedniego operatora, należy zwrócić uwagę czy charakteryzuje się on następującymi cechami:

- odpowiednie doświadczenie, okres funkcjonowania na rynku,
- liczba zarządzanych obiektów,
- liczba lokalizacji (pas nadmorski, góry, aglomeracje),

101 *Słownik terminów inwestycyjnych*, www.social.estate.pl (13.10.2020).

102 *Baza wiedzy*, www.propertyhomes.pl (13.10.2020).

103 www.research-repository.griffith.edu.au (13.10.2020).

104 *Baza wiedzy*, www.propertyhomes.pl (13.10.2020).

105 *Inwestycje w pokój hotelowy – bzdura czy biznes?*, www.condo.pl (13.10.2020).

106 *Baza wiedzy*, www.propertyhomes.pl (13.10.2020). Barbara Wysocka Prezes Zarządu Property&Homes sp. z o.o.

- możliwość sprawdzenia funkcjonowania obiektów pod zarządem operatora,
- możliwość sprawdzenia kondycji finansowej operatora,
- wiarygodność finansowa i biznesowa operatora,
- plan pozyskania gości (klientów docelowych),
- plan strategii marketingowej,
- funkcjonowanie operatora w międzynarodowej sieci hotelarskiej oraz przynależność do międzynarodowego programu lojalnościowego,
- inne cechy świadczące o wyjątkowości operatora.

Dobór odpowiedniego i właściwego operatora gwarantuje osiągnięcie założonych planów finansowych. Pozyskanie operatora o wątpliwej reputacji może jedynie przysporzyć kłopotów inwestorom. W procesie inwestycyjnym dobór rzetelnego operatora jest istotnym elementem determinującym sukces, bądź porażkę w obszarze inwestycyjnym.

2.7. Opodatkowanie condojednostki

Formy opodatkowania – w zależności od rodzaju inwestora polski system podatkowy nakłada różne formy opodatkowania. Na rynku nieruchomości działają cztery podstawowe typy inwestorów:

- osoby fizyczne nieprowadzące działalności gospodarczej (inwestorzy indywidualni),
- osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą opartą na ustawie o swobodzie działalności gospodarczej¹⁰⁷,
- osoby prawne działające na podstawie ustawy Kodeks Spółek Handlowych¹⁰⁸,
- inne osoby prawne (partie, stowarzyszenia, związki wyznaniowe, kościoły).

W przypadku osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą oraz nieprowadzących działalności gospodarczej zastosowanie mają, w odniesieniu do osiągniętych przez nich korzyści do określenia wysokości zobowiązań podatkowych wobec skarbu państwa, przepisy ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych¹⁰⁹. Inny akt prawny określa opodatkowanie osób prawnych, w przypadku spółek ujętych w Kodeksie Spółek Handlowych jest to ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych¹¹⁰. Związki wyznaniowe oraz kościoły, podobnie organizacje pożytku publicznego z mocy prawa w przypadku przeznaczenia osiągniętych korzyści na cele kultu religijnego, bądź w przypadku organizacji pożytku publicznego podmioty, zwolnione są z uiszczania podatku od tych przychodów na zasadzie art. 17 Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych¹¹¹.

Osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą rozliczają wysokość zobowiązań podatkowych na podstawie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz drugiej ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiągniętych

¹⁰⁷ Ustawa z dnia 6.03.2018 r., Prawo przedsiębiorców.

¹⁰⁸ Ustawa z 15.09.2000 r., Kodeks spółek handlowych.

¹⁰⁹ Ustawa z dnia 26.07.1991 r., Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych.

¹¹⁰ Ustawa z dnia 15.02.1992 r., Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych.

¹¹¹ Ustawa z dnia 15.02.1992 r., Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych.

przez osoby fizyczne¹¹². Istnieje możliwość wyboru formy opodatkowania. W przypadku wyboru opodatkowania na podstawie ustawy o PIT, podatnik zalicza wszelkie koszty związane z działalnością w koszty uzyskania przychodu, natomiast wszelkie przychody ewidencjonuje w celu wyliczenia podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym. Korzysta przy tym z wszelkich ulg przewidzianych w ustawie o PIT. Zgodnie z art. 27. ustawy o PIT podstawową formą opodatkowania dochodów jest stawka 17%, a progiem dochodu 85 528 zł. Powyżej tego progu obowiązuje stawka 32%.

Spełniając określone warunki, podatnik może korzystać z jednolitej stawki podatkowej w wysokości 19%, nie obowiązują w tej sytuacji progi dochodowe. Określone dochody opodatkowane są wyłącznie według 19% stawki podatku i dotyczą one odpłatnego zbycia nieruchomości i określonych praw majątkowych¹¹³. W sytuacji wyboru opodatkowania na zasadzie ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne (tzw. ryczałt ewidencjonowany), podatnik wnosi na rzecz skarbu państwa określony w procentach podatek od przychodu. Opodatkowaniu w tej formie mogą podlegać przychody (dochody) osiągane przez osoby prowadzące pozarolniczą działalność gospodarczą oraz osoby, które osiągają przychodu z tytułu umowy najmu, podnajmu, dzierżawy, poddzierżawy lub innych umów o podobnym charakterze, jeżeli umowy te nie są zawierane w ramach prowadzonej pozarolniczej działalności gospodarczej¹¹⁴. Podstawą opodatkowania jest przychód bez pomniejszania o koszty jego uzyskania. Ustawa nakłada obowiązek zapłaty podatku na rzecz skarbu państwa w wysokości 8,5% od przychodów m.in. z działalności usługowej, w tym od przychodów z działalności gastronomicznej w zakresie sprzedaży napojów o zawartości alkoholu powyżej 1,5%; od przychodów z tytułu umowy najmu, podnajmu, dzierżawy, poddzierżawy lub innych umów o podobnym charakterze do kwoty 100 tys. zł¹¹⁵.

W polskim porządku prawnym możliwość prowadzenia działalności gospodarczej w zakresie związanym z czerpaniem korzyści z obrotu nieruchomościami, oraz innymi czynnościami typu wynajem możliwa jest za pomocą jednostek gospodarczych działających na podstawie Kodeksu Spółek Handlowych. Wówczas stroną nie jest osoba fizyczna, a np. spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, czyli osoba prawna.

Osoby prawne – inwestorzy działający na podstawie odmiennych przepisów zarówno w zakresie definiującym status jednostki, jak i podlegające opodatkowaniu wykonywanej działalności opartej na przepisach ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Jest to grupa inwestorów takich jak:

- jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej,
- spółki kapitałowe w organizacji,
- spółki komandytowo-akcyjne, które mają siedzibę w Polsce,

¹¹² Ustawa z dnia 20.11.1998 r., Ustawa o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne.

¹¹³ www.podatki.gov.pl/pit/abc-pit/.

¹¹⁴ Ustawa z dnia 20.11.1998 r., Ustawa o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne.

¹¹⁵ Ibidem, art. 12, w związku z art. 6.

- podatkowe grupy kapitałowe (grupy składające się z co najmniej dwóch spółek prawa handlowego mających osobowość prawną i spełniających warunki określone w ustawie),
- spółki niemające osobowości prawnej, z siedzibą lub zarządem w innym państwie, jeżeli zgodnie z przepisami prawa podatkowego tego państwa są traktowane jak osoby prawne i podlegają w tym państwie opodatkowaniu od całości swoich dochodów bez względu na miejsce ich osiągnięcia¹¹⁶.

Osoby prawne w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą na rzecz skarbu państwa odprowadzają podatek dochodowy w następującej skali:

- 19% podstawy opodatkowania,
- 9% podstawy opodatkowania od przychodów (dochodów) innych niż zysków kapitałowych – w przypadku podatników, u których przychodu osiągnięte w roku podatkowym nie przekroczyły wyrażonej w złotych kwoty odpowiadającej równowartości 1200 tys. euro¹¹⁷.

Podatek od nieruchomości – opodatkowaniu podatkiem od nieruchomości podlegają następujące nieruchomości lub obiekty budowlane:

- grunty,
- budynki lub ich części,
- budowle lub ich części związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Podstawę opodatkowania stanowi:

- dla gruntów – powierzchnia,
- dla budynków lub ich części – powierzchnia użytkowa,
- dla budowli lub ich części, związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej, wartość, o której mowa w przepisach o podatkach dochodowych, ustalona na 1 stycznia roku podatkowego, stanowiąca podstawę obliczenia amortyzacji w tym roku, niepomniejszona o odpisy amortyzacyjne, a w przypadku budowli całkowicie zamortyzowanych – ich wartości z 1 stycznia roku, w którym dokonano ostatniego odpisu amortyzacyjnego¹¹⁸.

Obowiązek wnoszenia podatku od nieruchomości spoczywa na:

- właścicielach nieruchomości,
- użytkownikach wieczystych,
- samoistnych posiadaczach,
- w niektórych przypadkach – posiadaczach zależnych nieruchomości lub ich części stanowiących własność Skarbu Państwa lub Jednostek Samorządu Terytorialnego.

Obowiązek podatkowy powstaje z pierwszym dniem miesiąca następującego po miesiącu, w którym nastąpiło zdarzenie powodujące władaniem nieruchomości lub jej składnikami (co wynika z prawa własności, samoistnego posiadania, wieczystego użytkowania czy posiadania zależnego). Jeżeli obowiązek podatkowy ma związek z istnieniem budowli albo budynku lub ich części, to powstaje 1 stycznia roku następującego po roku, w którym budowa została

¹¹⁶ Ustawa z 15.02.1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych.

¹¹⁷ Dla podatników, których rok podatkowy zaczął się po 31.12.2018 r. limit 1200 tys. euro jest przeliczany według średniego kursu euro ogłoszonego przez NBP na pierwszy dzień roboczy roku podatkowego, w zaokrągleniu do tysiąca złotych. 9% stawkę podatku mogą stosować podatnicy, którzy mają status małego podatnika i dotyczy podatników którzy spełniają określone w ustawie warunki.

¹¹⁸ S. Kokot, *System opodatkowania nieruchomości w Polsce jako element gospodarki nieruchomościami gminy: specyfikacja istotnych problemów*, „Acta Scientiarum Polonorum. Administratio Locorum” 2009, nr 8/1, bazhum.muzhp.pl, s. 43–47.

zakończona albo, w którym rozpoczęto użytkowanie budowli albo budynku lub ich części przed ich ostatecznym wykończeniem¹¹⁹.

Podatek od nieruchomości przez osoby fizyczne opłacany jest w czterech ratach proporcjonalnych do czasu trwania obowiązku podatkowego (do 15 marca, 15 maja, 15 września i 15 listopada roku podatkowego). Osoby prawne i jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej, w tym spółki niemające osobowości prawnej – za poszczególne miesiące w ratach proporcjonalnych do czasu trwania obowiązku podatkowego – do 15 dnia każdego miesiąca, a za styczeń – do 31 stycznia¹²⁰. Wysokość stawek podatku od nieruchomości określa uchwała rady gminy¹²¹, z uwzględnieniem górnych granic stawek, które wynikają z ustawy o opłatach i podatkach lokalnych¹²².

Oprócz wymienionych podatków dochodowych oraz podatku od nieruchomości, osoby fizyczne i prawne zobowiązane są uiszczać podatek VAT. Ten szczególny rodzaj podatku to podatek od towarów i usług.

VAT od inwestycji – zgodnie z art. 15 ustawy¹²³ o podatku od towarów i usług obowiązek podatkowy spoczywa na podatnikach będących płatnikami podatku VAT. Obowiązek statusu czynnego podatnika VAT określają inne przepisy ustawy, a rejestracja w US spoczywa na podatniku. Zakres opodatkowania regulują przepisy ustawy¹²⁴ w art. 5. Stawka podatku VAT w przypadku nieruchomości jest stawką podstawową i wynosi 23%. Opodatkowaniu podlegają zarówno czynności związane z obrotem nieruchomościami oraz czynności związane z zarządzaniem nieruchomościami oraz zakwaterowaniem osób. W przypadku zakwaterowania osób zgodnie z załącznikiem nr 3 do ustawy (o VAT), „Wykaz towarów i usług opodatkowanych stawką podatku w wysokości 7%”. Stawka czasowo została podniesiona do wysokości 8%. Ustawa o podatku od towarów i usług reguluje opodatkowanie tym podatkiem towarów i usług. Jest to niezmiernie ważny z punktu widzenia interesów państwa składnik budżetu.

„Podatek od towarów i usług (PTU) jest najważniejszym źródłem dochodów budżetu państwa, dlatego też wielkość i stabilność wpływów z tytułu tego podatku jest niezwykle istotna z punktu widzenia bezpieczeństwa państwa, a także jego polityki społecznej i gospodarczej”¹²⁵. Dlatego sektor nieruchomości objęty jest wspomnianym podatkiem. Podatnicy zobowiązani są wносить podatek VAT zarówno od transakcji związanych z obrotem nieruchomościami (kupno, sprzedaż), jak również od działalności w zakresie najmu nieruchomości innym podmiotom gospodarczym.

Jeżeli nieruchomość (condoapartament lub condopokój w hotelu) jest wykorzystywana do działalności zarobkowej, a podatnik jest czynnym podatnikiem w myśl ustawy o podatku od towarów i usług, wówczas podatnik może wystąpić do Naczelnika Urzędu Skarbowego o zwrot nadpłaconego podatku o czym w dalszej części. Odzyskanie podatku VAT (podatku

¹¹⁹ <https://www.podatki.gov.pl/podatki-i-oplaty-lokalne/podatek-od-nieruchomosci/>.

¹²⁰ Ibidem.

¹²¹ Ustawa z 12.01.1991 r., Ustawa o podatkach i opłatach lokalnych.

¹²² Ibidem.

¹²³ Ustawa z 11.03.2004 r. o podatku od towarów i usług.

¹²⁴ Ibidem.

¹²⁵ K. Kopyściańska, E. Skwierczyńska, *Zmiany w podatku od towarów i usług w latach 2017–2018*, Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2019, s. 9.

od towarów i usług) od zakupionego apartamentu wykorzystywanego do wynajmu krótkoterminowego. Ustawa¹²⁶ z 11 marca 2004 roku o podatku od towarów i usług przewiduje możliwość ubiegania się o zwrot podatku naliczonego, wynikającego z nadwyżki od zakupionego lokalu w sytuacji, gdy podatek należny wynikający z tytułu wynajmu jest niższy. Czynnemu podatnikowi na zasadzie art. 86.1 ustawy przysługuje prawo do zwrotu wyżej wymienionej nadwyżki. Zasady opodatkowania reguluje ustawa w art. 86.1:

W zakresie, w jakim towary i usługi są wykorzystywane do wykonywania czynności opodatkowanych, podatnikowi, o którym mowa w art. 15, przysługuje prawo do obniżenia kwoty podatku należnego o kwotę podatku naliczonego, z zastrzeżeniem art. 114, art. 119 ust. 4, art. 120 ust. 17 i 19 oraz art. 124.

Należy przy tym podkreślić, że za podatnika czynnego zgodnie z przytoczoną ustawą uznaje się wskazane w art. 15 i następnych podmioty.

Art. 15. 1¹²⁷:

Podatnikami są osoby prawne, jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej oraz osoby fizyczne, wykonujące samodzielnie działalność gospodarczą, o której mowa w ust. 2, bez względu na cel lub rezultat takiej działalności.

1a. Podatnikiem, o którym mowa w ust. 1, jest także jednostka organizacyjna niemająca osobowości prawnej stanowiąca przedsiębiorstwo w spadku w okresie od otwarcia spadku do dnia wygaśnięcia:

- 1) zarządu sukcesyjnego albo
- 2) uprawnienia do powołania zarządcy sukcesyjnego, jeżeli zarząd sukcesyjny nie został ustanowiony i dokonano zgłoszenia, o którym mowa w art. 12 ust. 1c ustawy z dnia 13 października 1995 r. o zasadach ewidencji i identyfikacji podatników i płatników.

1b. Podatnika, o którym mowa w ust. 1a, uznaje się za podatnika kontynuującego prowadzenie działalności gospodarczej zmarłego podatnika.

2. Działalność gospodarcza obejmuje wszelką działalność producentów, handlowców lub usługodawców, w tym podmiotów pozyskujących zasoby naturalne oraz rolników, a także działalność osób wykonujących wolne zawody. Działalność gospodarcza obejmuje w szczególności czynności polegające na wykorzystywaniu towarów lub wartości niematerialnych i prawnych w sposób ciągły dla celów zarobkowych.

Przytoczone przepisy pozwalają osobom fizycznym, również nieprowadzącym działalności gospodarczej w myśl przepisów ustawy Prawo przedsiębiorców¹²⁸ do ubiegania się o zwrot nadwyżki podatku zapłaconego w momencie zakupu lokalu, oraz wyposażenia, który będzie wykorzystywany do celów zarobkowych opodatkowanych na zasadzie przepisów ustawy o podatku VAT. W przypadku ubiegania się o pełną kwotę zwrotu podatku od zakupionego lokalu ustawa wymaga, aby lokal wykorzystywany był wyłącznie do czynności opodatkowanych. Nie ma możliwości wówczas wykorzystywać lokalu do tzw. pobytu właścicielskiego zgodnie z zapisami umowy z operatorem. W przypadku korzystania z pobytu właścicielskiego, ustawa nakłada obowiązek na właściciela nieruchomości o zwrócenie się z wnioskiem do właściwego Naczelnika Urzędu Skarbowego o ustalenie proporcji w zakresie w jakim lokal będzie wykorzystywany do celów prywatnych i tym samym o ustalenie proporcjonalnie kwoty podatku VAT, o który podatnik może się ubiegać. Wykorzystywanie nieruchomości do celów prywatnych powoduje utratę uprawnienia do odliczenia podatku VAT w zakresie w jakim jest wykorzystany na własny użytek. Zwrot podatku VAT następuje na rachunek bankowy zgodnie z za-

¹²⁶ Ustawa z 11.03.2004 r. o podatku od towarów i usług.

¹²⁷ Ibidem.

¹²⁸ Ustawa z 6.03.2018 Prawo przedsiębiorców.

pisami ustawy w terminie 25, 60 lub 180 dni. Status czynnego podatnika nakłada obowiązek składania deklaracji VAT 7 do właściwego Urzędu Skarbowego oraz wywodzi wszelkie konsekwencje wynikające z niedotrzymania obowiązków.

Finansowe uwarunkowania inwestowania na rynku condonieruchomości

3.1 Efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości

Efektywność inwestycji jest to możliwa do uzyskania wysokość stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, oraz osiągnięcie nadwyżki ponad zainwestowany kapitał z jednoczesnym możliwym do zaakceptowania poziomem ryzyka, związanym z realizacją założonych celów inwestycyjnych w określonym przedziale czasowym. Efektywność w ogólnym rozumieniu oznacza rezultat podjętych działań, który w ekonomii wyraża się w postaci relacji efektów do poniesionych nakładów¹. Obliczając efektywność inwestycji stosuje się miary proste i złożone o czym w dalszej części opracowania. Szczególnie istotną rolę w ocenie efektywności inwestowania na rynku condonieruchomości odgrywają finansowe czynniki. Aby ocenić efektywność inwestowania należy poddać ocenie przedsięwzięcie przez zastosowanie odpowiednich kryteriów:

Kryterium efektywności inwestycji – nieodłączną składową procesu inwestycyjnego jest oszacowanie możliwych do uzyskania wyników². Dokonuje się zbadania zakładanych wyników oraz porównania z odpowiednimi wskaźnikami³. Na rynku kapitałowym do oceny efektywności inwestycji stosowane są miary proste i złożone⁴, najczęściej w sytuacji zbadania pojedynczych instrumentów bądź portfeli składających się z wielu instrumentów. W literaturze przyjmuje się, że dzięki miarom prostym badane są wyniki inwestycyjne bez równoległego uwzględnienia stopy zwrotu i ryzyka. W przypadku miar złożonych następuje uwzględnienie niebranych pod uwagę w miarach prostych czynników.

Kryterium wysokości zysku – najważniejszym dylematem ekonomicznym jest wysokowydajna alokacja będących w dyspozycji ograniczonych dóbr i zasobów. Na rynku nieruchomości inwestorzy dążą do maksymalizacji funkcji użyteczności posiadanych nieruchomości oraz zwiększenia zamożności i wartości dóbr przy minimalizacji ryzyka. Wiąże się to z dążeniem

1 Elżbieta Ważna, *Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007–2014*, Państwowa Wyższa Szkoła Techniczno-Ekonomiczna im. ks. Bronisława Markiewicza w Jarosławiu, „Zeszyty Naukowe” 2018, s. 1.

2 P. Bernstein, A. Damodaran, *Zarządzanie inwestycjami*, Warszawa 1999, s. 1–3.

3 K. Jajuga, *Pomiar, przypisanie i prezentacja wyników zarządzania aktywami – wprowadzenie teoretyczne*, „Rynek Terminowy” 2005, nr 3, s. 5.

4 T. Sędkowski, *Ocena wyników polskich funduszy inwestycyjnych przy wykorzystaniu miar efektywności zarządzania portfelami papierów wartościowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Zeszyt Naukowy” 2004, nr 41, s. 10; J. Żyrzyński, *Podstawy metod statystycznych dla zarządzania*, Warszawa 2004, s. 219–220.

do osiągnięcia maksymalnych zysków zarówno z działalności operacyjnej (wynajem), jak i ze wzrostu cen nieruchomości nabytych przez inwestorów na rynku nieruchomości i będących w ich dyspozycji obiektów.

Na rynku nieruchomości inwestują fundusze inwestycyjne. Zdarza się, że również na rynku condonieruchomości. Dlatego istotnym jest wybór portfela inwestycyjnego podczas maksymalizacji zysków.

Wybór portfela inwestycyjnego – według teorii Harry'ego Markowitza⁵ model oparty na oczekiwanej stopie zwrotu i wariancji, który przewiduje element minimalizacji ryzyka uznać należy za najbardziej właściwy przy podejmowaniu decyzji o wyborze portfela inwestycyjnego (o wyborze rodzaju oraz lokalizacji nieruchomości). William Sharpe udoskonalił teorię Markowitza i stworzył model jednowskazykowy zakładający:

1. Inwestorzy mają awersję do ryzyka i maksymalizują swoją stopę zwrotu w dłuższym okresie.
2. Inwestorzy są w swoich decyzjach racjonalni i dokonują wyboru sposobu pomnażania bogactwa, korzystając z informacji o ryzyku (odchylenie standardowe od stopy zwrotu) i spodziewanej stopie zwrotu.
3. Zwiększenie aktywów inwestora jest oddzielna od podatków i kosztów transakcji, które w analizie są równe zero.
4. Wszystkie aktywa mogą być kupowane i sprzedawane bez ograniczeń.
5. Dla kapitałów na rynku nie ma barier wejścia i wyjścia, a informacja jest jednakowo dostępna dla wszystkich uczestników rynku.
6. W tym samym czasie wszyscy inwestorzy kierują się tymi samymi zasadami dotyczącymi spodziewanej stopy zwrotu, ryzyka i kowariancji. Oczekiwana stopa zwrotu i ryzyko są jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych.
7. Transakcje pojedynczego inwestora nie mogą mieć wpływu na cenę instrumentu finansowego.
8. Na rynku są nieograniczone możliwości udzielania i zaciągania kredytu przy stopie wolnej od ryzyka⁶.

W nowoczesnej teorii portfelowej można przyjąć, że zainteresowanie inwestorów sprowadza się do dwóch zmiennych:

- oczekiwanej stopy zwrotu, czyli mierzonej w procentach miary zamożności lub spadku zamożności w danym okresie⁷,
- stopnia ryzyka inwestycyjnego.

Zwykła stopa zwrotu z akcji osiągnięta w okresie t ($R_i(t)$) może być obliczona za pomocą wzoru:

$$R_i(t) = \frac{P_i(t) - P_i(t-1) + D_i(t)}{P_i(t-1)},$$

gdzie:

$P_i(t)$ – cena akcji osiągnięta w t -okresie,

$P_i(t-1)$ – cena akcji osiągnięta w $(t-1)$ – okresie,

5 H.M. Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York 1959; H.M. Markowitz, *Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets*, New York 1987.

6 https://sites.google.com/site/modelsharpea/home/wykorzystanie-modelu-jednowskazykowego-sharpe-a-do-budowy-portfeli-optimalnych/zalozenia-teoretyczne-modelu-sharpe-a#_ftn2.

7 R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, Warszawa 1996.

$D_i(t)$ – dywidenda wypłacona w okresie od $(t-1)$ do t .

Stopa zwrotu może przyjąć postać logarytmiczną charakteryzującą się wieloma właściwościami, co ma istotne znaczenie w obliczeniach ekonomicznych⁸.

$$R_i(t) = \ln \frac{P_i(t)}{P_i(t-1)}.$$

Inwestorzy liczą się z ryzykiem poniesienia straty bądź szkody, a to należy traktować jako stopień zagrożenia⁹. Ryzyko całkowite z inwestycji portfelowych mierzone jest jako zmienna stopy zwrotu (wariancja) lub też jako pierwiastek z tej zmiennej (odchylenie standardowe i)¹⁰. Odchylenie standardowe ukazuje o ile przeciętnie odchyłały się stopy zwrotu w danym okresie od średniej obliczonej dla tego okresu¹¹.

Wariancja może zostać obliczona według wzoru:

$$\sigma_i^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N (R_i(t) - R_i)^2$$

gdzie:

N – liczba rozpatrywanych w analizie stóp zwrotu z przeszłości,

R_i – średnia stopa zwrotu dla badanego okresu dla i -tej akcji¹².

Teoria Markowitza umieszcza każdy instrument finansowy w przestrzeni stopy zwrotu – ryzyko, jednocześnie opisuje ona, co się dzieje z ryzykiem i stopą zwrotu z portfela. Stopa zwrotu z portfela jest zwykłą średnią ważoną stóp zwrotu z aktywów będących komponentami portfela¹³. Wagi (x_j) są udziały poszczególnych aktywów wartości portfela. Stopa zwrotu

$$R_p = \sum_{j=1}^M x_j R_j,$$

z portfela składającego z się z M aktywów może być obliczona według wzoru:

co może zostać również przedstawione w formie macierzowej:

$$R_p = XR$$

gdzie:

X – wektor stóp zwrotu z aktywów w portfelu i może być zapisany jako:

$$X = \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_M \end{bmatrix},$$

R – wektor stóp zwrotu z aktywów w portfelu i może być zapisany jako:

⁸ M. Osińska, *Ekonometria finansowa*, PWE, Warszawa 2006, s. 22 i n.

⁹ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty, ryzyko, inżynieria*, Warszawa 2000, s. 99.

¹⁰ J.C. Francis, *Investments. Analysis and Management*, wyd. 5, New York 1991, s. 12. Jest to pewne uproszczenie, w teorii nowoczesnego inwestowania jednak ryzyko jest mierzone właśnie w ten sposób. Miary zagrożenia i miary wrażliwości. Zob. R. Ostrowska, *Inwestycje finansowe*, Gdańsk 2003, s. 124.

¹¹ M.A. Wiśniewska, *Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Warszawa 2011, s. 82.

¹² $R_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N R_i(t)$.

¹³ M.A. Wiśniewska, *Inwestowanie w nieruchomości...*, s. 83.

$$R = [R_1 R_2 \dots R_M]$$

Ryzyko portfela nie jest natomiast zwykłą średnią ważoną ryzyka związanego z poszczególnymi aktywami znajdującymi się w portfelu. Aby obliczyć ryzyko związane z portfelem składającym się z N instrumentów, należy stosować poniższy wzór¹⁴.

$$\sigma_P^2 = \sum_{i=1}^N R_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N R_i R_j \sigma_i \sigma_j P_{ij},$$

gdzie:

P_{ij} – współczynnik korelacji między stopami zwrotów z instrumentów i oraz j.

Wzór ten można przedstawić w postaci macierzowej w następujący sposób:

$$\sigma_P^2 = R'ER,$$

gdzie:

R' – transponowany wektor R,

E – macierz wariancji i kowariancji stóp zwrotu z i-tego oraz j-tego aktywa w portfelu (dla i, j = 1, 2, ... N oraz i ≠ j). Macierz E może być przedstawiona jako:

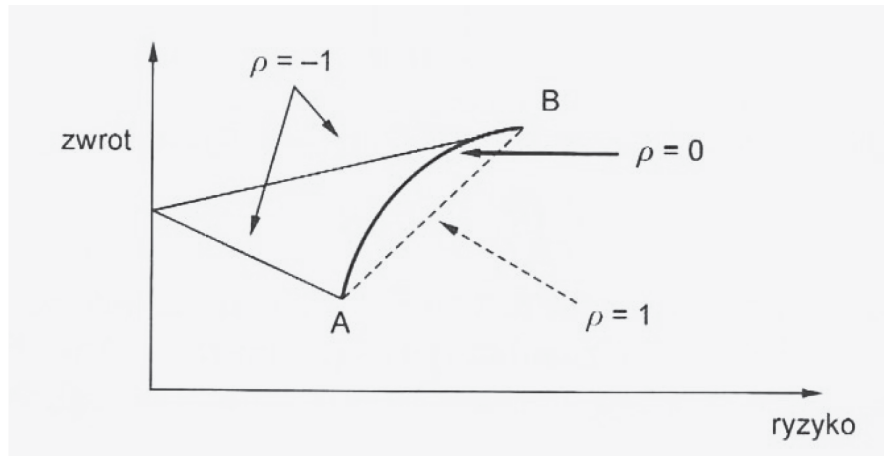
$$E = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} & \dots & \sigma_{1N} \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 & \dots & \sigma_{2N} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ \sigma_{N1} & \sigma_{N2} & \dots & \sigma_N^2 \end{bmatrix},$$

gdzie:

σ_{ij} – kowariancja stóp zwrotu między i-tym oraz j-tym aktywem w portfelu.

Wielkość wariancji oraz poziom ryzyka portfela determinują stopy zwrotów z poszczególnych instrumentów, odchylenia standardowego, wagi instrumentów w portfelu oraz zależność między stopami zwrotu z instrumentów posiadanych w portfelu. Spadająca korelacja powoduje zwiększoną redukcję ryzyka portfela wynikającą ze zróżnicowania portfela. Przy odpowiedniej dywersyfikacji portfela istnieje możliwość zwiększonej redukcji ryzyka pod warunkiem niższej korelacji. Można zatem przyjąć, że istnieje stan, w którym wyeliminuje się ryzyko do zera w sytuacji negatywnie skorelowanych instrumentów.

¹⁴ E.J. Elton., M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann, *Modern portfolio Theory and Investment Analysis*, wyd. 6, New York 2003, s. 131.

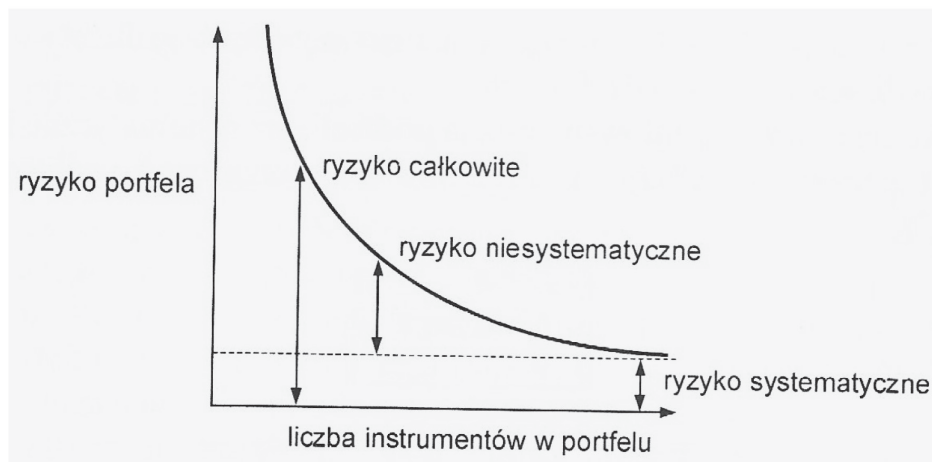


Rysunek 3.1. Korelacja wysokości stóp zwrotu do ryzyka portfela

Źródło: opracowano na podstawie E.J. Elton., M.J. Gruber M.J., S.J. Brown S.J., W.N. Goetzmann W.N., *Modern portfolio Theory and Investment Analysis*, wyd. 6, Wiley, 2003, s. 77.

W sytuacji idealnie dodatniej, zależności wariancja portfela jest równa średniej ważonej wariancji stóp zwrotu aktywów wchodzących w skład portfela. Pozostałe przypadki determinują wariancję portfela o niższej wartości niż średnia ważona. Zróżnicowanie portfela powoduje zminimalizowanie ryzyka.

Na rysunku 3.2 przedstawiono zależność między liczbą aktywów w portfelu a ryzykiem. Wywnioskować z niego można, że część ryzyka portfela inwestycyjnego zostaje wyhamowana poprzez dywersyfikację spowodowaną wzrostem liczby aktywów. Wzrost aktywów w portfelu powyżej pewnej granicy nie stanowi ograniczenia ryzyka, a inwestor może je tylko ograniczyć pod warunkiem, że u podłoża ryzyka występują przesłanki makroekonomiczne.



Rysunek 3.2. Ryzyko portfela inwestycyjnego

Źródło: Opracowano na podstawie: E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, wyd. 6, Wiley 2003, s. 60; W. Tarczyński, M. Łuniewska, *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Warszawa 2004, s. 43; M.A. Wiśniewska, *Inwestycje, Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Warszawa 2011, s. 70.

Ograniczenie przez inwestorów ryzyka, bądź jego zdywersyfikowanie prowadzi do maksymalizacji zysków wywodzących się z koncepcji racjonalnego inwestowania.

Koncepcja racjonalnego inwestowania polega na alokacji ograniczonych zasobów w taki sposób, aby osiągać dla siebie maksymalne zyski. Następstwem ograniczonego poziomu zasobu i dóbr jest racjonalność. Maksymalizacja efektów przy danym poziomie nakładów albo dążenie do minimalizacji nakładów przy założonym poziomie efektów określana jest zasadą racjonalnego gospodarowania¹⁵.

Na rynku nieruchomości istnieje pogląd, że działania inwestorów są racjonalne i reagują na wszelkie dostępne informacje. Podobnie jak na rynku kapitałowym wszelkie dane wskazują, że inwestorzy dokonują zawsze optymalnych wyborów umożliwiających osiągnięcie największych korzyści, bądź największej użyteczności¹⁶.

Posiadanie dóbr oraz konsumpcja są źródłem satysfakcjonującej użyteczności¹⁷. Według M.A. Wiśniewskiej użyteczność rozumiana jako zadowolenie rośnie wraz ze wzrostem stanu posiadania, czyli wraz ze wzrostem poziomu zamożności uczestników życia gospodarczego¹⁸. Uczestników rynku można podzielić na trzy grupy, przy czym w pierwszej wyróżnić należy takich, którzy określają poziom zamożności, a jego formy są mierzone wolumenem i strukturą konsumpcji czy na przykład osiągnięciem wolności finansowej¹⁹. Druga grupa inwestorów to podmioty, których wzrost zamożności jest na podobnym poziomie jak poprzednie przyrosty, satysfakcja podobna a stopień zbliżania do wyznaczonego celu również podobny. Trzecia grupa to uczestnicy rynku (procesu gospodarczego), którym wzrost zamożności przynosi coraz większe zadowolenie. Po osiągnięciu założonego celu inwestorzy nie rezygnują z dalszego pomnażania bogactwa oraz zasobów, a każdy następny poziom przyrostu dóbr sprawia im coraz mniej zadowolenia²⁰.

Koncepcja racjonalnego inwestowania oparta jest na koncepcji rynków kapitałowych, w których doskonały rynek kapitałowy to taki gdzie:

- liczba podmiotów (nabywców i sprzedawców) jest tak duża, że nie mogą oni indywidualnie wpływać na cenę instrumentu będącego przedmiotem obrotu na rynku,
- wszystkie podmioty (osoby indywidualne i firmy) mają jednakowy dostęp do rynku,
- nie ma kosztów związanych z pozyskaniem informacji i wszystkie strony dysponują jednakową informacją,
- nie istnieją koszty pośrednictwa (transakcyjne),
- nie istnieją podatki oraz koszty wynikające z trudności finansowych,

15 T. Kotarbiński, *Hasło dobrej roboty*, Warszawa 1975, s. 47.

16 E.J. Elton., M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann, *Modern portfolio Theory and Investment Analysis*, wyd. 6, Wiley, 2003, s. 420.

17 R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania...*, s. 152.

18 M.A. Wiśniewska, *Inwestowanie w nieruchomości...*, s. 78.

19 Cel wolności finansowej, osiągnięcie zadowalającego poziomu dochodów z inwestycji, tzn. wyzwającego od konieczności pracy, bywa postulowany jako komponent racjonalności początkujących inwestorów. Zob. K. Van Tharp, D.R. Barton Jr., S. Sjoggerund, *Strategie inwestycyjne. Jak osiągnąć wolność finansową*, Kraków 2005, s. 13 i n.

20 Przedsiębiorcy, uczestnicy życia gospodarczego, inwestorzy na rynku nieruchomości nie mogą ograniczyć lub zaniechać stanu posiadania, ponieważ zostaliby wyeliminowani przez konkurentów. Zob. np. N.G. Mankiw, M.P. Taylor, *Mikroekonomia*, Warszawa 2009, s. 596–597.

- wszystkie podmioty na rynku mają takie same oczekiwania²¹.

Inwestorzy dokonujący transakcji na rynku nieruchomości oraz na rynkach kapitałowych rzadko spełniają powyższe wytyczne, a podejmowane przez nich decyzje dalekie są od zasady maksymalizacji zysku. Na rynku kapitałowym wielu inwestorów podejmuje decyzje krótkoterminowe, nie biorąc pod uwagę wszystkich informacji. Z kolei na rynku nieruchomości trudno przewidzieć trendy oraz mechanizmy w perspektywie kilku bądź kilkunastu lat. Podobną koncepcję zachowań inwestorów w swoich pracach opisał przedstawiciel tzw. behawioralnej szkoły ekonomii, noblista D. Kahnemann, krytykując racjonalność zachowań jednostek.

Ryzyko finansowe związane jest ze źródłem finansowania działalności bądź inwestycji – najczęściej kapitałem obcym. Zwiększone ryzyko może być powodowane wymaganiem dostawcy środków zewnętrznych o spełnieniu dodatkowych, konkretnych warunków. Zazwyczaj kredytodawca zabezpiecza się dodatkowymi warunkami po to, aby jednostka gospodarcza zwróciła zaciągnięte zobowiązanie wraz z odsetkami. Działalność oparta na finansowaniu kredytem operacji gospodarczych jest ryzykowna z uwagi na podwyższone koszty obsługi długu jak również dodatkowych zabezpieczeń.

Wyznaczając oczekiwane stopy zwrotu można obliczyć miary proste (biorąc pod uwagę ich wady i niedoskonałości) oraz miary złożone.

Miary proste – brak skomplikowanego charakteru postrzegane jest jako zaleta i z tego powodu są one wykorzystywane w rankingach i zestawieniach²². Miary proste uwzględniają wyłącznie jeden parametr oceny inwestycji. Do miar prostych opartych na stopie zwrotu zaliczyć można:

- całkowitą stopę zwrotu w okresie t ,
- średnią arytmetyczną stopę zwrotu w okresie (t) ,
- średnią geometryczną stopę zwrotu w okresie (t) ²³.

Miary proste badające ryzyko inwestycji można podzielić na:

- miary zmienności,
- miary zagrożenia,
- miary wrażliwości.²⁴

Całkowita stopa zwrotu określa dochód z tytułu posiadania aktywów (jednego aktywa) przypadający na jednostkę kapitału (kapitał) zainwestowany w aktywo²⁵. Oczekiwaną stopę zwrotu można obliczyć za pomocą wzoru:

$$E(r) = \sum_i^m p_i i,$$

gdzie:

$E(r)$ – oczekiwana stopa zwrotu,

²¹ <http://tlustekoty.pl/> (22.08.2020).

²² J. Czekaj, M. Wos, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji z perspektywy dziesięciolecia*, Warszawa 2001, s. 30; A. Szyszka, *Czy rynek można przechrzyć*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 8, s. 132.

²³ T. Sędkowski, *Ocena wyników polskich funduszy inwestycyjnych przy wykorzystaniu miar efektywności zarządzania portfelami papierów wartościowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Zeszyt Naukowy” 2004, nr 41, s. 10; J. Żyrzyński, *Podstawy metod statystycznych dla zarządzania*, Warszawa 2004, s. 11–12.

²⁴ E. Ostrowska, *Inwestycje finansowe...*, s. 124.

²⁵ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: Instrumenty...*, s. 94.

p_i – prawdopodobieństwo osiągnięcia stopy zwrotu,
 r_i – możliwa do osiągnięcia stopa zwrotu,
 m – liczba możliwych do osiągnięcia stóp zwrotu.

Średnia arytmetyczna stopa zwrotu umożliwia uzyskanie sumarycznych informacji pozwalających na zobrazowanie wartości inwestycji w okresie jej trwania. Oblicza się ją według wzoru:

$$\overline{aR}_t = \frac{\sum_{t=1}^T R_t}{T},$$

gdzie:

$\overline{aR}_t$ – średnia arytmetyczna stopa zwrotu dla okresu składającego się z T podokresów,
 T – liczba podokresów,
 R_t – stopa zwrotu w okresie t .

Średnia geometryczna stopa zwrotu stosowana jest przy obliczaniu całkowitej stopy zwrotu z aktywów z uwzględnieniem wyników w poszczególnych przedziałach czasowych²⁶. To pozwala obliczyć mnożącą się roczną stopę zwrotu, wynikającą ze stosunku końcowej wartości inwestycji do wartości początkowej²⁷. Wartość tę obliczamy ze wzoru:

$$\overline{gR}_t = \sqrt[t]{\prod_{t=1}^T (1 + R_t) - 1},$$

gdzie:

$\overline{gR}_t$ – średnia geometryczna stopa zwrotu dla okresu składającego się z T podokresów,
 $\prod_{t=1}^T (1 + R_t) - 1$ – iloczyn stóp zwrotu w poszczególnych podokresach T .

Miary złożone – ocena rentowności portfela inwestycyjnego jest niewystarczająca, jeżeli bierzemy pod uwagę tylko stopę zwrotu lub wyłącznie ryzyko. W literaturze występują trzy sposoby pomiarów rentowności inwestycji, które jednocześnie zawierają w sobie zarówno stopę zwrotu, jak i ryzyko inwestycyjne. Miary takie to:

- współczynnik Jensena,
- współczynnik Treynora,
- współczynnik Sharpe'a.

Wszystkie współczynniki służą do porównania miary stopy zwrotu z odpowiedniego indeksu do stopy zwrotu z portfela inwestycyjnego oraz ryzyka związanego z portfelem inwestycyjnym. Miary te korygują stopę zwrotu osiągniętą z portfela o wielkość wynikającą z różnic w poziomach ryzyka między poszczególnymi portfelami oraz siły oddziaływania rynku w okresie, dla którego dokonuje się oceny efektywności inwestycji²⁸. Wszystkie trzy miary efektywności powstały na podstawie modelu CAPM²⁹.

Wskaźnik Jensena jest miarą efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym i stanowi różnicę między rzeczywistą oczekiwaną stopą zwrotu z portfela, a jej wartością w sytuacji,

²⁶ P. Bernstein, A. Damodaran, *Zarządzanie inwestycjami...*, s. 339.

²⁷ F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. 1, Warszawa 2001, s. 33.

²⁸ R. A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania...*, s. 374.

²⁹ Ibidem s. 373.

gdby wybrany portfel znajdował się na linii SML³⁰. Według Jensena ocena efektywności inwestycji i stopy zwrotu z danego portfela odnosi się do statystycznych miar ich wrażliwości (β) i zmienności (σ) oraz do stopy zwrotu portfela rynkowego (R_M). Wskaźnik oblicza się według wzoru³¹:

$$J_p = E(R_p) - r_F - \beta_p(E(R_M) - r_F),$$

gdzie :

J_p – wskaźnik Jensena,

r_F – stopa wolna od ryzyka³²,

β_p – współczynnik beta portfela p,

$E(R_p)$ – oczekiwana stopa zwrotu z portfela p,

$E(R_M)$ – oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego M.

Dla danych historycznych wzór przyjmuje następującą postać:

$$\widehat{J_p} = \overline{R_p} - \overline{r_F} - \widehat{\beta_p}(\overline{R_M} - \overline{r_F}),$$

gdzie:

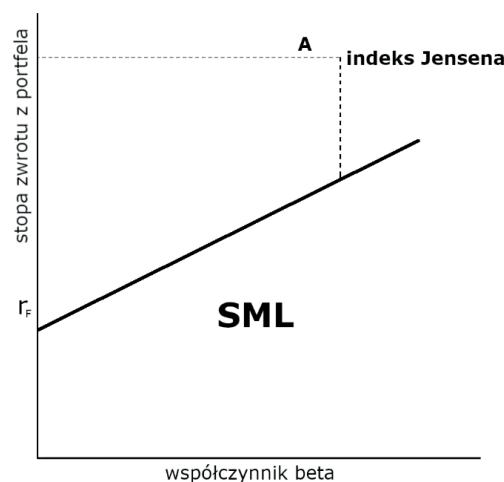
$\overline{r_F}$ – średnia stopa zwrotu wolna od ryzyka,

$\widehat{\beta_p}$ – oszacowana wartość współczynnika beta,

$\overline{R_p}$ – średnia stopa zwrotu z portfela p,

$\overline{R_M}$ – średnia stopa zwrotu z portfela rynkowego M³³.

Współczynnik Jensena pozwala porównać wyniki inwestycyjne zarządzanym portfelem w stosunku do stóp zwrotu z innego portfela lub rynku. Współczynnik Jensena odzwierciedla premię za ryzyko, a także to, czy po skorygowaniu stopy zwrotu o ryzyko, zarządzający portfelem osiągnął wyniki lepsze, bądź gorsze niż rynek. Wynik dodatni współczynnika alfa oznacza ponadprzeciętny, a wynik ujemny poniżej przeciętnej z rynku stopę zwrotu.



Rysunek 3.3. Wskaźnik Jensena

Źródło: opracowano na podstawie R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-PRESS, Warszawa 1996.

³⁰ Ibidem s. 374.

³¹ M.C. Jensen, *The Performance of Mutual Funds in the Periot, 1945, 1964*, „The Journal of Finance” 1968 t. 23, nr. 2.

³² Za stopę wolną do ryzyka przyjmuje się wyrażoną w skali roku dochodowość bonów skarbowych lub obligacji skarbowych.

³³ R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania...*, s. 372.

Wskaźnik Treynora to miara efektywności portfela inwestycyjnego, która jest ilorazem nadwyżkowej stopy zwrotu z portfela i jego ryzyka systematycznego. Wskaźnik Treynora jest najstarszą techniką łączącą stopę zwrotu z portfela oraz ryzyko³⁴. Według Treynora w obszarze rentowności portfela rozróżnić można dwa rodzaje ryzyka:

- ryzyko systematyczne występujące na skutek fluktuacji całego rynku,
- ryzyko specyficzne odnoszące się do aktywów konkretnego portfela³⁵.

Treynor uważał, że premię za ryzyko należy odnieść do ryzyka systematycznego³⁶.

Wskaźnik Treynora obliczamy według wzoru:

$$T_p = \frac{E(R_p) - r_F}{\beta_p},$$

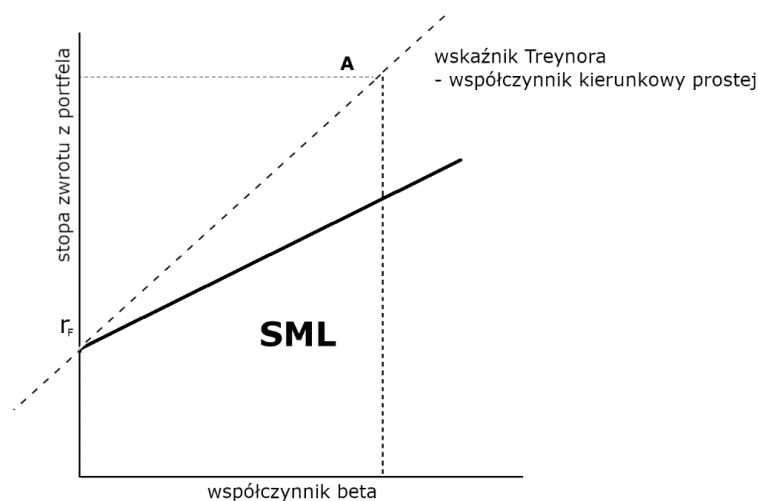
gdzie:

T_p – wartość wskaźnika Treynora.

Dla danych historycznych wskaźnik przyjmuje postać:

$$\hat{T}_p = \frac{\overline{R_p} - r_F}{\hat{\beta}_p},$$

Wskaźnik Treynora komunikuje jaka część stopy zwrotu powyżej zysku wolnego od ryzyka przypada na jednostkę ryzyka systematycznego³⁷. Wyższy wskaźnik informuje o bardziej korzystnej inwestycji.



Rysunek 3.4. Wskaźnik Treynora

Źródło: opracowano na podstawie R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-PRESS, Warszawa 1996.

³⁴ J. Treynor, *How to rate management of investment funds*, „Harvard Business Review” 1965, nr 43.

³⁵ J. Czekaj, M. Wos, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji z perspektywy 10-lecia*, Warszawa 2001, s. 137.

³⁶ J.C. Francis, *Investments*....

³⁷ F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji*..., s. 668.

Wskaźnik Sharpe'a – ważona ryzykiem miara wyników inwestycyjnych, która jest ilorazem nadwyżkowej stopy zwrotu i odchylenia standardowego stopy zwrotu z portfela. Według Sharpe'a miarą efektywności portfela uznać należy relację premii za ryzyko, związaną z danym portfelem, do ryzyka całkowitego, mierzonego odchyleniem standardowym stopy zwrotu tego portfela³⁸. Wskaźnik Sharpe'a różni się od wskaźnika Treynora inną definicją ryzyka i oblicza się go według wzoru³⁹:

$$S_P = \frac{E(R_P) - r_F}{\sigma(R_P)},$$

gdzie:

SP – wartość wskaźnika Sharpe'a,

OP – odchylenie standardowe stóp zwrotu z portfela p.

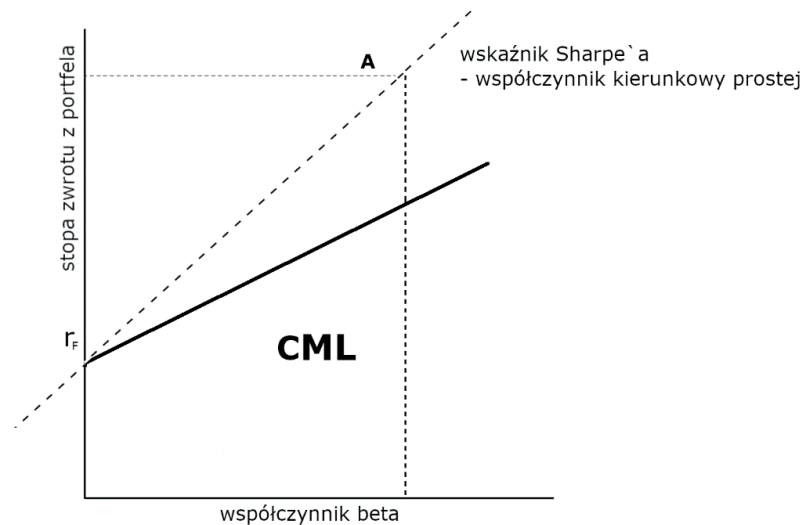
Wskaźnik Sharpe'a obliczany na podstawie informacji *ex post* przyjmuje wartość:

$$\widehat{S}_P = \frac{\bar{R}_P - \bar{r}_F}{\hat{\sigma}_P},$$

gdzie:

$\hat{\sigma}_P$ – średnie odchylenie standardowe stopy zwrotu portfela p.

Wskaźnik Sharpe'a uwzględnia ryzyko całkowite, co powoduje jego wrażliwość na dywersyfikację portfela. Uwzględnia dodatkowe parametry, jak „głębokość i szerokość” dodatkowych zwrotów⁴⁰. W literaturze widać przekonanie, że wskaźniki Sharpe'a i Treynora są komplementarne, co z kolei skłania do stosowania ich jednocześnie⁴¹.



Rysunek 3.5. Wskaźnik Sharpe'a

Źródło: opracowano na podstawie R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-PRESS, Warszawa 1996.

38 Ibidem, s. 668.

39 W.F. Sharpe, *Mutual funds performance*, „The Journal of Business” 1966, t. 39, nr 1.

40 R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania...*, s. 377, 381.

41 E. Ostrowska, *Inwestycje finansowe...*, s. 247.

3.2. Finansowanie inwestycji w condonieruchomości

Wszystkie normy i rozwiązania prawne, ekonomiczne i społeczne odnoszące się do finansowania i zakupu nieruchomości nazywane są systemem finansowania nieruchomości⁴². Ch. Whitehead zauważa, że systemy finansowania nieruchomości są różne w odniesieniu do norm prawnych, poczynając od finansowania budownictwa komercyjnego aż do dotowania systemu wspierającego prywatne finansowanie nieruchomości na wynajem⁴³.

Zgodnie z podstawowym założeniem każdego systemu finansowania nieruchomości, środki finansowe na inwestycje należy zagwarantować po akceptowalnych kosztach, zapewniających powodzenie inwestycji, zabezpieczenie dostawcy kapitału, oraz pozwalające osiągnąć zakładany zysk inwestorowi. Według A. Szelałowskiej, A.A. Trzebińskiego, W. Orzechowskiego, idealny system finansowania nieruchomości to taki, gdzie aktywa zapadalne w określonym czasie są dopasowane do pasywów wymagalnych w tym samym przedziale czasowym⁴⁴. Idealny system finansowania nieruchomości nie istnieje, dlatego inwestorzy poszukują alternatywnych form pozyskania kapitału w celu zrealizowania inwestycji w nieruchomości.

System finansowania nieruchomości powinien cechować się:

- utylitaryzmem – to znaczy powinien polegać na dążeniu do osiągnięcia praktycznych, materialnych celów i osiągnięcia długotrwałych korzyści zarówno po stronie dostawcy kapitału, jak i kapitałobiorców,
- praktycyzmem – system taki powinien być użyteczny i przydatny dla całego społeczeństwa,
- pragmatyzmem – system taki powinien polegać na realistycznej ocenie rzeczywistości, liczeniu się z konkretnymi możliwościami finansowania potrzeb rynku nieruchomości i jego uczestników przez rząd i podejmowaniu jedynie takich działań które gwarantują ich skuteczność⁴⁵.

Biorąc pod uwagę to, że inwestycja w condonieruchomości jest kolejnym dla przeciętnego człowieka nabyciem nieruchomości, należy brać pod uwagę opłacalność inwestycji, długość życia człowieka, jego przeciętne zarobki i wydatki związane z egzystencją. Należy też zauważyć, że przeciętny inwestor fizyczny narażony jest na ograniczenia zdolności samodzielnego finansowania zakupu i w tym celu zmuszony jest zastosować mechanizm dźwigni finansowej w celu zakupu nieruchomości, odbywa się to najczęściej za pośrednictwem kredytu, pożyczek, innych form finansowania nieruchomości takich jak leasing, a w przypadku inwestorów instytucjonalnych możliwość zakupu w formie leasingu, bądź emisji obligacji.

3.3. Finansowanie kapitałem własnym

Inwestorzy na rynku nieruchomości mają do wyboru różne źródła pozyskiwania kapitału na zaplanowane przedsięwzięcia inwestycyjne. W literaturze z zakresu finansów dzieli się je na

⁴² A. Szelałowska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości w teorii i praktyce*, wyd.1, Warszawa 2018, s. 40.

⁴³ Ch. Whitehead, *Restructuring Social Housing Systems*, [w:] R. Forrest, J. Lee (red.), *Housing and Social Change: East-West Perspectives*, London 2003, s. 46.

⁴⁴ A. Szelałowska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości...*, s. 42.

⁴⁵ Ibidem, s. 43.

kapitał własny i obcy. Inwestorzy indywidualni, dysponujący nadwyżkami dochodów nad wydatkami konsumpcyjnymi, są w posiadaniu kapitału pochodzącego z oszczędności osobistych. W przypadku przedsiębiorców działających na podstawie prawa przedsiębiorców, czyli osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą kapitał najczęściej pochodzi z części wypracowanego zysku przeznaczonego na rozwój⁴⁶.

W latach 2010–2012 zakup nieruchomości sfinansowany ze środków własnych, bez zewnętrznych źródeł finansowania rozważało 36% osób nabywających nieruchomości⁴⁷. Finansowanie nieruchomości ze środków własnych odbywa się zazwyczaj zapłatą pieniędzmi za daną nieruchomość. Oszczędności pochodzą z pracy i umiejętności inwestorów, czasami zdarza się, że odziedziczą spadek bądź mieli szczęście wygrania w grach losowych. Z badań wynika, że osoby posiadające nadwyżki finansowe w postaci oszczędności zamierzają przeznaczyć wolne środki na zakup kolejnej nieruchomości w celu komercyjnym. 62% takich osób chce wykorzystać środki finansowe inwestując na rynku nieruchomości⁴⁸.

Wadą zakupu nieruchomości wykorzystując środki własne jest to, że inwestor pozbywa się znacznych środków finansowych ze względu na fakt, że nieruchomość stanowi dużą wartość. Ponadto jako wadę uznać należy, że angażując własne środki inwestor ponosi ryzyko, co prawda jest ono znacznie mniejsze niż inwestycje w akcje, czy inne walory, ale nie tak bezpieczne jak inwestycje w obligacje skarbu państwa uznawane za wolne od ryzyka. Jako wadę można wymienić wyzbycie się gotówki na inwestycję, która może nie znaleźć nabywcy w razie potrzeby zbycia jej. Zakup nieruchomości ze środków własnych ma tę zaletę, że inwestor nie ponosi ryzyka związanego ze zdarzeniami losowymi uniemożliwiającymi mu obsługę kredytu (np. utrata pracy, choroba). Kolejną zaletą jest utrzymanie zdolności kredytowej, a nawet jej wzrost. Zaletą jest również to, że nieruchomości w Polsce od 1989 r. zyskują na wartości, wobec czego i zainwestowany kapitał zyskuje na wartości. Zaletą jest również możliwość zbycia nieruchomości w dowolnym momencie, bądź ustanowienia na niej zastawu w sytuacji ubiegania się o kredyt.

3.4. Finansowanie kapitałem obcym

Inwestorzy nieposiadający wystarczająco dużych środków własnych na zakup nieruchomości rozważają różne możliwości nabycia nieruchomości po przez zewnętrzne źródła finansowania. T. Lechowicz podaje, że finansowanie zakupu nieruchomości odbywa się po przez:

- kredyt (48%),
- pomoc rodziny (24%),
- inne (1%),
- odmowa udzielenia odpowiedzi (4%),
- nie wiem/trudno powiedzieć (4%)⁴⁹.

46 I. Budzik-Nowodzińska, *Wartość nieruchomości jako podstawa zabezpieczenia kredytu bankowego. Studium przypadku dla inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej, Zarządzenie” 2016, nr 24, t. 1, s. 100.

47 T. Lechowicz, *Finansowanie nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i Wielkiej Brytanii, Problemy Rozwoju Miast*, Kraków 2010, s. 95 (T. Lechowicz, doktorant Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie).

48 Ibidem, s. 97.

49 Ibidem.

Z przeprowadzonych badań i zaprezentowanych wyników wynika, że ok 80% nabywców zakupu nieruchomości dokonuje przy udziale finansowania zewnętrznego. Condonieruchomość to zazwyczaj kolejna nieruchomość nabywcy-inwestora. Podczas zakup condonieruchomości inwestorzy stosują różne warianty jej nabycia. Nie ma jednego modelu, który by stosowano w tego typu transakcjach. Coraz częściej jednak zdarza się, że inwestorzy nabywają tego typu nieruchomości za gotówkę, z uwagi na fakt, że jest to inwestycja prestiżowa o czym w dalszej części opracowania. Obecnie na rynku funkcjonuje wiele możliwości finansowania inwestycji w nieruchomości komercyjne. Najbardziej popularną formą jest udział oszczędności, a kolejnym sposobem – sfinansowanie kredytem bankowym z ustanowioną hipoteką na nieruchomości. Banki zainteresowane są finansowaniem nieruchomości z uwagi na formę zabezpieczenia i niskie ryzyko w porównaniu z finansowaniem innych przedsięwzięć o charakterze komercyjnym⁵⁰.

3.4.1. Leasing

Leasing jest formą finansowania, gdzie na mocy umowy jedna strona, czyli leasingodawca (finansujący), przekazuje drugiej stronie, czyli leasingobiorcy (korzystającemu), dobra inwestycyjne. Leasingobiorca w zamian za określone płatności (raty leasingu) otrzymuje prawo użytkowania przedmiotu leasingu i pobierania z tego tytułu pożytków (zarobku). Właścicielem przedmiotu leasingu pozostaje finansujący (leasingodawca).

Rzeczywistość gospodarcza ukształtowała wiele odmian umów leasingu, które nie poddają się jednej kwalifikacji prawnej i podatkowej. Jest to transakcja w dużej mierze oparta na prawnej zasadzie swobody umów⁵¹.

Definicja leasingu nieruchomości określona jest w artykule 709 Kodeksu Cywilnego i rozumiana jest jako zobowiązanie jednej strony umowy do oddania rzeczy stanowiącej jej własność do użytkowania drugiej stronie i pobieranie wynagrodzenia za użytkowanie rzeczy. Umowa leasingu powinna być zawarta na piśmie pod rygorem nieważności umowy.

Przez umowę leasingu finansujący zobowiązuje się, w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa, nabyć rzecz od oznaczonego zbywającego na warunkach określonych w tej umowie, i oddać tę rzecz korzystającemu do używania, albo używania i pobierania pożytków przez czas oznaczony, a korzystający zobowiązuje się zapłacić finansującemu, w uzgodnionych ratach, wynagrodzenie pieniężne, równe co najmniej cenie, lub wynagrodzeniu z tytułu nabycia rzeczy przez finansującego⁵².

Zapisy zawarte w umowie leasingu określają czas trwania umowy oraz wartość końcową przedmiotu leasingu, po wniesieniu której na rzecz leasingodawcy nieruchomość staje się własnością leasingobiorcy. Inaczej niż w przypadku leasingu samochodów, maszyn czy innych środków trwałych, umowy leasingu nieruchomości zawierane są najczęściej na dłuższy okres, przeważnie na 15 lat⁵³.

50 I. Budzik-Nowodzińska, *Wartość nieruchomości...*, s. 100.

51 <https://www.fmleasing.pl/porady/definicja-i-istota-leasingu> (23.09.2021).

52 www.pl.wikipedia.org/Leasing.

53 A. Szelągowska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości...*, s. 63.

Finansowanie nieruchomości za pomocą leasingu wykazuje tendencję wzrostową i z każdym rokiem popularność tej formy zakupu nieruchomości zyskuje na popularności⁵⁴, dzięki elastycznemu podejściu finansujących towarzystw, elastycznym umowom oraz możliwości wykupu nieruchomości po zakończeniu umowy⁵⁵.

W 2019 roku wartość nieruchomości oddanych w leasing wynosiła 835 mln zł⁵⁶, natomiast inwestycje na rynku hotelarskim i obiektów rekreacyjnych w tym samym roku zamknęły się kwotą 120 mln zł netto (119,30 mln). W 2019 roku nastąpił spadek wartości zawieranych umów leasingu na nieruchomości o ponad 12%⁵⁷. Rok 2018 okazał się lepszy pod względem zawartych umów i jego wartość zamknęła się kwotą blisko 950 mln zł.

Segment leasingu nieruchomości charakteryzuje się tendencją wzrostową oraz coraz większym zainteresowaniem przedsiębiorców z uwagi na coraz większą świadomość przedsiębiorców oraz wyjściem towarzystw leasingowych z ofertą do przedsiębiorców którzy są mniejszymi klientami. Towarzystwa leasingowe w większym stopniu skłaniają się do finansowania inwestycji o mniejszych wartościach⁵⁸. A. Szelałowska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski zauważają, że towarzystwa leasingowe stosują pewne ograniczenia odnośnie do minimalnej wartości nieruchomości przez co mikroprzedsiębiorcy w ograniczonym zakresie korzystają z tej formy finansowania⁵⁹. W przypadku leasingu nieruchomości identycznie jak przy finansowaniu środków trwałych wyróżnia się dwa rodzaje leasingu:

- leasing operacyjny,
- leasing finansowy.

Tabela 3.1. Modele leasingu nieruchomości

Leasing operacyjny	Leasing finansowy
przez cały okres trwania umowy leasingu nieruchomość stanowi własność finansującego	nieruchomość staje się środkiem trwałym leasingobiorcy w momencie zawarcia umowy
leasingobiorca może dokonać zakupu i formalnego przeniesienia nieruchomości do swojej ewidencji środków trwałych dopiero po zakończeniu okresu umowy	wykup nieruchomości następuje automatycznie wraz z opłaceniem ostatniej raty leasingowej
leasingodawca dokonuje odpisów amortyzacyjnych. Leasingobiorca w swoje koszty uzyskania przychodu zalicza tylko opłatę leasingową, którą jest zobowiązany płacić leasingodawcy	leasingobiorca w koszty uzyskania przychodu zalicza odsetki (bez raty kapitałowej) oraz w przeciwieństwie do leasingu operacyjnego, odpisy amortyzacyjne

⁵⁴ Statystyki za 2020 r., www.leasing.org.pl (6.06.2021).

⁵⁵ J. Gwizdała, *Leasing jako alternatywne źródło finansowania inwestycji w nieruchomości*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, t. 10, nr 1, cz. 1, s. 330.

⁵⁶ www.leasing.org.pl/statystyki (20.07.2020).

⁵⁷ Ibidem.

⁵⁸ J. Gwizdała, *Leasing jako alternatywne źródło...*, s. 332.

⁵⁹ A. Szelałowska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości...*, s. 64.

Leasing operacyjny	Leasing finansowy
długość trwania umowy nie może być krótsza niż 40% okresu amortyzacji, w przypadku nieruchomości taki kontrakt musi być zawarty na co najmniej 10 lat	nie jest wymagany minimalny okres trwania umowy

Źródło: A. Szelańska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości w teorii i praktyce*, wyd. 1, Warszawa 2018, s. 64.

Zalety leasingu nieruchomości:

- krótszy czas oczekiwania na decyzję o finansowaniu niż podczas ubiegania się o kredyt,
- utrzymanie na wyższym poziomie zdolności kredytowej przedsiębiorcy,
- korzyści podatkowe,
- możliwość przeniesienia praw własności do nieruchomości,
- minimalne formalności w porównaniu z kredytem hipotecznym⁶⁰.

Wraz z rozwojem rynku leasingu oraz wprowadzaniem przez towarzystwa leasingowe ofert finansowania nieruchomości o mniejszej wartości, oraz napływem zagranicznych inwestorów, a z nimi ich sposobu działania do Polski, ta forma finansowania będzie zyskiwała na popularności. Przygotowanie towarzystw leasingowych do finansowania w segmencie rynku nieruchomości, poprawiająca się koniunktura gospodarcza, rosnąca konsumpcja, postęp techniczny oraz stabilność polskiego rynku to według Jerzego Gwizdały⁶¹ czynniki wpływające na wzrost finansowania za pomocą leasingu.

3.4.2. Emisja akcji i obligacji (spółki kapitałowe)

Spółki prawa handlowego (spółki kapitałowe SA i z o.o.) nabywające condonieruchomości, condopokoje i condoapartamenty mają możliwość emisji akcji i obligacji. Spółki akcyjne emitują akcje w celu pozyskania kapitału na przedsięwzięcia inwestycyjne, co się wiąże ze scedowaniem prawa własności na akcjonariuszy. Kapitał pozyskany z emisji akcji nie stanowi długu. Spółki kapitałowe mogą emitować obligacje, które są papierami dłużnymi i wiąże się to z powstaniem długu i koniecznością wypłaty odsetek obligatariuszom. W Polsce emisja obligacji jest możliwa na dwóch rynkach:

- publicznym (rynek powyżej 150 osób),
- niepublicznym (do 149 osób).

Obrót obligacjami odbywa się na GPW na rynku Catalyst.

Akcje

Jedną z form finansowania przedsięwzięć na rynku nieruchomości jest emisja akcji⁶² przez spółki akcyjne⁶³. Akcje spółek są instrumentem kapitałowym, które bezpośrednio i trwale dostarczają środków finansowych do realizacji przedsięwzięcia w obszarze rynku nieruchomości⁶⁴.

⁶⁰ Opracowano na podst. ibidem, s. 63.

⁶¹ J. Gwizdała, *Leasing jako alternatywne źródło...*, s. 334.

⁶² Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

⁶³ Ustawa z 15.09.2000 r. Kodeks spółek handlowych.

⁶⁴ *Finansowanie i gospodarka nieruchomościami w procesach rewitalizacji*, red. M. Bryx, Kraków 2009, s. 128.

Pozyskanie kapitału za pomocą emisji akcji wolne jest od konieczności spłaty długu i nie wiąże się z koniecznością spłaty zobowiązania z generowanych przez przedsięwzięcie zysków. Instrumenty kapitałowe nie zwiększają kosztów finansowych realizacji przedsięwzięcia i nie generują tym samym wyższego poziomu ryzyka. Ryzyko jest dzielone między wszystkich inwestorów, co wiąże się z kolei z koniecznością podziału osiągniętych korzyści adekwatną do wysokości udziałów i zaangażowanego kapitału. Podstawowym celem emisji akcji jest pozyskanie kapitału, a akcje spółek kapitałowych stanowią pośredni sposób inwestowania na rynku nieruchomości⁶⁵. Jest to rozwiązanie dostępne dla inwestorów, dysponujących ograniczonym kapitałem, którzy mogą zainwestować na rynku nieruchomości, co wiąże się z zaangażowaniem znacznych kapitałów własnych, a inwestowanie za pomocą nabycia akcji spółki pozwala być uczestnikiem rynku przy zaangażowaniu stosunkowo niewielkiego kapitału.

Z punktu widzenia spółki emisja akcji odgrywa istotną rolę, gdyż pozwala na pozyskanie kapitału inwestycyjnego po minimalnych kosztach oraz pozwala uwzględnić w bilansie jako kapitały własne, co ma istotne znaczenie przy wycenie spółki oraz przy badaniu zdolności kredytowej przez bank (wzrost zdolności kredytowej). Z punktu widzenia inwestora angażującego kapitały w zakup akcji spółek nieruchomościowych inwestycja taka charakteryzuje się niskim ryzykiem z uwagi na uwarunkowania prawne w Polsce. Emisja akcji obwarowana jest wieloma regułami natury finansowej i prawnej.

Spółki akcyjne muszą charakteryzować się odpowiednio wysokim kapitałem własnym (min 100 tys. zł), mieć stabilną sytuację finansową oraz ujawniać wszelkie dane finansowe oraz informacje kluczowe dla inwestorów. Znaczenie ma również przeniesienie prawa własności do spółki na inwestorów, którzy kupili akcje⁶⁶. Spółka akcyjna, co do istoty, jest osobą prawną działającą niezależnie od właścicieli akcji. Może zatem zawierać zobowiązania i odpowiadać prawnie za podejmowane decyzje. Za zobowiązania spółki akcyjnej wierzyciele mogą pozwać ją do sądu, ale nie mogą pozwać do sądu akcjonariuszy takiej spółki⁶⁷. Inwestorzy mają pełną wiedzę o tym, że jeżeli spółka nie będzie regulować swoich zobowiązań, to maksymalna kwota, którą może stracić inwestor to zainwestowana suma⁶⁸. W wypadku ogłoszenia bankructwa inwestor nie będzie ponosił dalszych konsekwencji, jak w przypadku działalności gospodarczej prowadzonej jako osoba fizyczna w myśl przepisów ustawy prawo przedsiębiorców⁶⁹. Obrót papierami wartościowymi jakimi są akcje odbywa się na giełdach papierów wartościowych (National Stock Exchanges), w Polsce jest to GPW w Warszawie.

Giełda to miejsce, gdzie spotykają się dwie strony transakcji, emitent oraz nabywca i po spełnieniu określonych przepisami warunków dokonują transakcji kupna sprzedaży. W świecie obowiązują dwa podstawowe systemy obrotu papierami wartościowymi, jakimi są akcje:

1. System aukcyjny (*auktion market*), gdzie zainteresowani nabywcy i sprzedawcy zgłaszają oferty kupna lub sprzedaży oraz dowiadują się o ceny przy rejestrowaniu zgłoszeń u brokera⁷⁰. System ten określany jest jako sterowany za pomocą cen, gdyż akcje są sprzedawane

65 Ibidem s. 94, 129.

66 A. Szczęśliwska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości...*, s. 94.

67 H.B. Mayo, *Inwestycje*, Warszawa 2019, s. 272.

68 Ibidem.

69 Ustawa z 6.03.2018 Prawo przedsiębiorców.

70 F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzania portfelem*, t. 1, Warszawa 2001, s. 172.

temu inwestorowi, który zgłasza najwyższą cenę nabycia a kupowane od tych, którzy oferują najniższą cenę ich zbycia⁷¹.

2. System maklerski (*dealer market*), w ramach którego indywidualni maklerzy realizują obroty. Inwestorzy chcący nabyć lub sprzedać papiery wartościowe dokonują tego za pośrednictwem biura maklerskiego. Wadą tego systemu jest ograniczona liczba maklerów działających na giełdzie, co przekłada się na mniejsze zyski inwestorów z uwagi na ograniczoną konkurencję⁷².

Obligacje

Zgodnie z definicją obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej obligatariuszem i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia⁷³. Wiąże się to z obowiązkiem wykupu obligacji w terminie oraz wypłaty ustalonych z góry odsetek. Odsetki to opłata za korzystanie ze środków, które zostały przekazane emitentowi obligacji. Odsetek za korzystanie z kapitału nie należy mylić z innymi przychodami, takimi jak dywidenda, gdyż jest to podział zysku, natomiast odsetki są kosztem długu. Termin wykupu obligacji to czas, po którym dług staje się wymagalny, a wartość nominalna musi zostać zwrócona. W momencie emisji obligacji znany jest termin zapadalności i może on wynosić od roku do kilkudziesięciu lat⁷⁴. Przedsiębiorstwa stosują alternatywne sposoby pozyskiwania kapitału odmienne do kredytów bankowych celem dywersyfikowania źródeł finansowania konkretnych przedsięwzięć. Jednym z takich instrumentów są obligacje, co pozwala na sfinansowanie przedsięwzięć o podwyższonym ryzyku, które nie zawsze mogą być finansowane za pomocą kredytu bankowego z uwagi na ryzyko. Zaletą emisji obligacji spółek nieruchomościowych jest możliwość dostosowania parametrów obligacji do konkretnych przedsięwzięć inwestycyjnych. Emitent obligacji może dostosowywać poszczególne serie obligacji oraz czas ich emisji do konkretnych etapów realizowanych inwestycji⁷⁵. W przypadku nieprzewidzianych, w harmonogramie inwestycji, powstałych trudności realizator projektu (emitent obligacji) może korzystać z przedłużenia terminu wykupu obligacji⁷⁶.

Obligacje korporacyjne oferowane są na platformie transakcyjnej GPW-Catalyst⁷⁷, co powoduje, że obrót tymi walorami jest przejrzysty i bezpieczny dla inwestorów⁷⁸. Obligacje stanowią konkurencyjne w stosunku do kredytu bankowego źródło finansowania projektów o podwyższonym ryzyku, a różnice przedstawiono w tabeli 3.2.

⁷¹ Ibidem.

⁷² Ibidem.

⁷³ Ustawa z 15.01.2015 o obligacjach.

⁷⁴ H.B. Mayo, *Inwestycje...*, s. 438.

⁷⁵ M. Gostkowska-Drzewicka, *Obligacje w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 65, s. 804.

⁷⁶ K. Borkowski, *Obligacje korporacyjne notowane na Catalyst jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez polskie firmy*, „Przedsiębiorstwo & Finanse” 2015, nr 4, s. 8.

⁷⁷ <https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-obligacje-korporacyjne> (22.07.2020).

⁷⁸ A. Janowicz, *Emisja obligacji korporacyjnych – korzyści dla emitentów i inwestorów*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” 2018, nr 1 (60), s. 116.

Tabela 3.2. Porównanie obligacji i kredytu bankowego

Cecha	Obligacja	Kredyt bankowy
Źródło kapitału	Możliwość określenia liczby inwestorów, przeważnie duża liczba z niskimi udziałami w emisji	Jeden bank lub konsorcjum dla wysokich kredytów
Możliwość pozyskania finansowania	Brak konieczność podawania dokładanego celu finansowania	Wyłączenie na cel zaakceptowany przez bank, rzadko akceptowane przedsięwzięcia o podwyższonym ryzyku
Oprocentowanie	Wysokość i zasady oprocentowania, okresy wypłat odsetek i okres spłaty określa emitent	Wysokość i zasady oprocentowania ustala bank
Zabezpieczenie	Ustalenie przez emitenta, możliwa emisja obligacji niezabezpieczonych	Obligatoryjne zabezpieczenie o wartości przewyższającej wysokość kredytu
Okresowe płatności i spłata	Okresowe płatności obejmują tylko odsetki, spłata zadłużenia w momencie wykupu obligacji, możliwość zamiany obligacji na obligacje nowej emisji	Okresowe płatności rat kapitałowo-odsetkowych, ograniczona możliwość odroczenia spłat kapitału, zazwyczaj brak możliwości odnowienia
Wpływ na wiarygodność	Duża w przypadku notowania na rynku regulowanym	Umiarkowana, ograniczona do sektora bankowego

Źródło: A. Szelańska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości w teorii i praktyce*, wyd.1, Warszawa 2018, s. 97.

Obligacje każdego roku zyskują na popularności wśród spółek z branży nieruchomości. Spółki pozyskują w ten sposób kapitał na nowe inwestycje⁷⁹ oraz alternatywnie na spłatę zaciągniętych wcześniej zobowiązań wobec banków.

Od 2009 roku do czerwca 2017 roku podmioty związane z sektorem nieruchomości wyemitowały obligacje o wartości prawie 30 mld zł, z czego wykupione obligacje stanowiły wartość 10 mld zł⁸⁰. Bardziej rozbudowany układ różnic pomiędzy emisją obligacji a kredytem bankowym przedstawia instrukcja zamieszczona na stronach GPW-Catalyst przytoczona w tabeli 3.3.

Tabela 3.3. Porównanie emisji obligacji i kredytu bankowego

Emisja obligacji	Kredyt bankowy
Wielu dawców kapitału, których indywidualne udziały w kwocie ogólnych potrzeb emitenta mogą być stosunkowo niskie	Jeden pożyczkodawca, czasami kilka banków występujących, jako konsorcjum; ograniczenia limitów zaangażowania może ograniczyć wielkość kredytu, potrzebnego kredytobiorcy dla zrealizowania określonego projektu

⁷⁹ H. Henzel, K. Śmietana, A. Maszczyk, *Atrakcyjność inwestycyjna instrumentów finansowych rynku nieruchomości w warunkach kryzysu*, Katowice 2013, s. 32.

⁸⁰ A. Szelańska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości...*, s. 98.

Emisja obligacji	Kredyt bankowy
Emitent określa wysokość i zasady ustalania oprocentowania obligacji w tym długość okresów odsetkowych	Wysokość oprocentowania oraz sposób jego ustalania oraz harmonogram spłat rat określa bank, kredytobiorca ma niewielki wpływ na jego decyzję
Emitent ustala sposób zabezpieczenia obligacji, może również wyemitować obligacje niezabezpieczone lub zabezpieczone częściowo	Bank decyduje o rodzaju zabezpieczenia i jego wielkości, najczęściej żąda zabezpieczenia o wartości znacznie przekraczającej kwotę zaciągniętego kredytu
Emitent najpierw spłaca odsetki, a kapitał w dniu wykupu obligacji. Stąd obciążenia przez cały okres trwania finansowania są niskie, co nie obciąża projektu w fazie rozwoju.	Spłata zobowiązania odbywa się w postaci, zazwyczaj miesięcznych, rat kapitałowo-odsetkowych. Stanowią one poważne obciążenie kredytobiorcy zanim projekt zostanie sfinalizowany.
Emitent ponosi koszty organizacyjne oraz formalno-prawne związane z emisją obligacji oraz ewentualnym wprowadzeniem jej do obrotu na rynku zorganizowanym.	Bank pobiera prowizje i opłaty związane z udzieleniem kredytu (przygotowawcza, za rozpatrzenie wniosku, za udzielenie kredytu, z tytułu wcześniejszej spłaty, sporządzenia aneksów). Ponadto istnieje opłata skarbową z tytułu wystawienia weksli. Do tego należy doliczyć koszty ustanowienia zabezpieczeń.
Przekazywanie informacji o sytuacji finansowej jest wysoce sformalizowane, szczególnie gdy obligacje są notowane na rynku zorganizowanym lub został powołany bank-reprezentant.	Kredytobiorca przekazuje informacje o sytuacji finansowej w postaci uzgodnionych w umowie sprawozdań. Bank może żądać dodatkowych informacji.
Publiczna promocja emitenta, jeżeli obligacje są notowane na rynku zorganizowanym.	Brak publicznej promocji kredytobiorcy.

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych, rynek Catalyst, www.gpwcatalyst.pl (22.07.2020).

Ryzyko obligacji

Finansowe instrumenty dłużne podobnie jak działalność gospodarcza narażone są na ryzyko związane z ich emisją, obrotem i wypłatą dywidendy oraz wykupem. Obligacje narażone są na ryzyko:

- związane z niedotrzymaniem zobowiązań (ryzyko kredytowe, *default risk*), brak możliwości spłaty wartości nominalnej obligacji,
- ryzyko spadku ceny instrumentu,
- ryzyko wzrostu inflacji, spadek siły nabywczej płatności kuponowej oraz wartości nominalnej,
- ryzyko przedterminowego wykupu (przed terminem wymagalności, mniejsza wartość odsetek),
- ryzyko reinwestycji (obniżenie wartości odsetek od płatności kuponowych w przypadku stóp procentowych)⁸¹.

Inwestycja w obligacje niesie za sobą powyższe zagrożenia, jednak, z uwagi na znany inwestorowi termin wykupu obligacji, stają się instrumentem w miarę bezpiecznym. Instrumenty dłużne w postaci obligacji z uwagi na rodzaj zabezpieczenia możemy podzielić na:

1. Obligacje zabezpieczone (*equipment trust certificates*), charakteryzujące się tym, że ustanowiony jest na nich zastaw. Odbywa się to najczęściej na ustanowieniu zabezpieczenia na

⁸¹ H.B. Mayo, *Inwestycje...*, s. 444.

aktywach trwałych bądź nieruchomościach (obligacje hipoteczne)⁸². Dla inwestorów obligacje zabezpieczone są instrumentem bezpiecznym, ale oprocentowanie tych obligacji jest dużo niższe niż niezabezpieczonych.

2. Obligacje niezabezpieczone (*debendures*) zwane inaczej skryptami dłużnymi bez zabezpieczenia, a ich wiarygodność oparta jest na zaufaniu do emitenta. Ryzyko inwestowania w takie papiery jest większe niż w przypadku obligacji zabezpieczonych, rekompensatą dla inwestorów jest znacznie wyższe oprocentowanie.

Każdy instrument dłużny, w tym obligacje, musi zostać wykupiony, a spłata długu wraz z odsetkami musi nastąpić w dniu wykupu. W momencie emisji obligacji określa się okres płatności odsetek oraz termin wykupu. Emitenci często zastrzegają sobie opcję wcześniejszego wykupu, w ten sposób emitent zastrzega sobie prawo do wcześniejszej spłaty długu. Emitenci często stosują tzw. rolowanie emisji obligacji, co polega na tym, że emitowane nowe obligacje wykorzystywane są do wykupu wcześniejszych obligacji o wyższym oprocentowaniu. Zabieg taki ma na celu zmniejszenie obciążeń finansowych wynikających z konieczności regulowania wysokiego oprocentowania wcześniej wyemitowanych obligacji.

3.4.3. Kredyt bankowy i pożyczka

Jednym z najczęściej wykorzystywanych sposobów na sfinansowanie przedsięwzięcia inwestycyjnego – zakupu nieruchomości jest kredyt. Zgodnie z definicją kredyt bankowy jest stosunkiem ekonomicznym między kredytodawcą a kredytobiorcą. Operacja udzielenia kredytu polega na postawieniu przez kredytodawcę do dyspozycji kredytobiorcy środków pieniężnych na określony cel a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu⁸³. Kredytodawcą z reguły jest bank⁸⁴.

W odniesieniu do zakupu nieruchomości banki wyspecjalizowały się w udzielaniu specjalnego produktu jakim jest kredyt hipoteczny. Zabezpieczeniem kredytu jest ustanowienie hipoteki na danej nieruchomości. Zgodnie z zapisami art. 65 ustawy o księgach wieczystych i hipotece celem zabezpieczenia określonej wierzytelności wynikającym ze stosunku prawnego nieruchomości można obciążyć prawem, na mocy którego wierzyciel może dochodzić zaspokojenia z nieruchomości bez względu na to czyją stała się własnością.

W artyku 65 uregulowano następujące kwestie:

1. W celu zabezpieczenia oznaczonej wierzytelności wynikającej z określonego stosunku prawnego można nieruchomość obciążyć prawem, na mocy którego wierzyciel może dochodzić zaspokojenia z nieruchomości bez względu na to, czyją stała się własnością, i z pierwszeństwem przed wierzycielami osobistymi właściciela nieruchomości (hipoteka).
2. Przedmiotem hipoteki może być także:
 - użytkowanie wieczyste wraz z budynkami i urządzeniami na użytkowanym gruncie stanowiącymi własność użytkownika wieczystego,
 - spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu,

⁸² Ibidem, s. 451.

⁸³ W.L. Jaworski, Z. Zawadzka (red), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Warszawa 2002, s. 271.

⁸⁴ www.mfiles.pl/pl/Kredyt (22.07.2020).

- wierzytelność zabezpieczona hipoteką.
- 3. Hipoteką może być obciążona część ułamkowa nieruchomości, jeżeli stanowi udział współwłaściciela, oraz przysługujący współuprawnionemu udział we wspólności praw wymienionych w ust. 2 pkt 1 i 2. 4. Do hipotek określonych w ust. 2 i 3 stosuje się odpowiednio przepisy o hipotece na nieruchomości.

Bankowy kredyt na zakup nieruchomości nazywany kredytem hipotecznym charakteryzuje się następującymi cechami:

- długi okres czasu spłaty,
- zabezpieczeniem kredytu jest ustanowienie zabezpieczenia w księgach wieczystych nieruchomości,
- korelacja kredytu oraz zabezpieczonej nieruchomości,
- minimalny stopień ryzyka powiązany z proporcjonalnie niskim oprocentowaniem kredytu,
- prawna możliwość zbycia wierzytelności zabezpieczonej hipoteką na nieruchomości.

Kredyt hipoteczny jest rodzajem kredytu na zakup nieruchomości, a zabezpieczeniem jest hipoteka na nieruchomość. Kredyt hipoteczny można spożytkować dwojako:

- na zakup lub budowę lokalu mieszkalnego na własność,
- zakup lub budowa nieruchomości o charakterze inwestycyjnym⁸⁵, na wynajem (condonieruchomość).

Według A. Szelałowskiej, A.A. Trzebińskiego, W. Orzechowskiego udzielne kredyty na zakup nieruchomości są zbliżone i wykazują się cechami podobnymi:

- zaciągane kredyty pozwalają sfinansować zakup nieruchomości na rynku pierwotnym jak również na rynku wtórnym,
- zabezpieczeniem kredytu jest wpis hipoteczny na sfinansowanej nieruchomości,
- zróżnicowany okres kredytowania w poszczególnych bankach, w przypadku PKO BP 35 lat,
- miesięczny harmonogram spłaty odsetek i kapitału od zaciągniętych kredytów,
- zróżnicowany sposób egzekwowania kredytów problematycznych⁸⁶.

Pożyczka hipoteczna

Pożyczka hipoteczna to inny produkt bankowy służący do sfinansowania zakupu nieruchomości. Istotą hipotecznej pożyczki bankowej jest to, że może zostać wykorzystana na dowolny cel a jedynie zabezpieczeniem jest zastaw na nieruchomości. Różnica między kredytem bankowym hipotecznym, a pożyczką bankową hipoteczną jest to, że kredyt udzielany jest wyłącznie na zakup nieruchomości, natomiast w przypadku pożyczki takiego wymogu nie ma. Odmienne jest unormowanie prawne dotyczące obu produktów. Pożyczka oparta jest na uregulowaniach zawartych w Kodeksie Cywilnym, natomiast kredyt udzielany jest na podstawie ustawy prawo bankowe⁸⁷.

Elementem wspólnym pożyczki i kredytu jest sposób prawnego zabezpieczenia poprzez ustanowienie hipoteki na nieruchomości. Pożyczka hipoteczna stanowi alternatywę dla innych sposobów kredytowania dla osób zamierzających wycofać część zainwestowanego kapitału. Zastaw na nieruchomości pozwala na zaciągnięcie kredytu na korzystniejszych warunkach z uwagi na przedmiot zabezpieczenia. Pożyczkobiorca może liczyć na niższe oprocentowanie

⁸⁵ I. Budzik-Nowodzińska, *Wartość nieruchomości...*, s. 101.

⁸⁶ A. Szelałowska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości...*, s. 35, 55.

⁸⁷ Ustawa z 29.08.1997 Prawo bankowe.

oraz wydłużony okres spłaty pożyczki, co w konsekwencji pozwala na zwiększenie zdolności kredytowej pożyczkobiorcy⁸⁸. Na niekorzyść pożyczki działa to, że banki udzielające pożyczek hipotecznych nie są skłonne udzielić pożyczki wyższej niż 60% wartości nieruchomości. W przypadku kredytów bankowych standardem jest udzielenie kredytu w wysokości 80% wartości nieruchomości, a są banki, które są skłonne udzielić do maksymalnie 100% wartości nieruchomości. Obarczone jest to wyższym o kilka punktów oprocentowaniem całego kredytu, w Polsce zainteresowanie pożyczką hipoteczną systematycznie rośnie⁸⁹. Różnice pomiędzy kredytem hipotecznym, a pożyczką hipoteczną przedstawiono w tabeli 3.4.

Tabela 3.4. Różnice pomiędzy kredytem, a pożyczką

Wyszczególnienie	Kredyt	Pożyczka
Przepisy regulujące	prawo bankowe, kodeks cywilny	kodeks cywilny
Przedmiot umowy	środki pieniężne	środki pieniężne lub rzeczy oznaczone co do gatunku
Termin	zawsze określony	może być na nieokreślony termin
Forma udostępnienia	oddanie środków pieniężnych do czasowej dyspozycji	przeniesienie własności przedmiotu pożyczki
Udzielający	zawsze bank (lub spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytowa)	osoba ze zdolnością do czynności prawnych
Forma umowy	zawsze w formie pisemnej	w formie ustnej bądź pisemnej (umowy powinny być sporządzone na piśmie, jeśli kwota pożyczki przekracza wartość 500 zł)
Cel wykorzystania	najczęściej ściśle określony	Dowolny
Kontrola wykorzystania środków	tak	nie jest wymagana
Oprocentowanie	z reguły występuje*	nie jest konieczne

* por. M. Lemkowski, *Odsetki cywilnoprawne*, Warszawa 2007, s. 111.

Źródło: A. Szelągowska, A.A. Trzebiński, W. Orzechowski, *Finansowanie nieruchomości w teorii i praktyce*, wyd.1, Warszawa 2018, s. 56.

Bank hipoteczny

Bank hipoteczny jest instytucją finansową, która działa w formie spółki akcyjnej. Głównym celem jej działalności jest udzielanie kredytów, które zostały zabezpieczone hipoteką oraz emitowanie hipotecznych czy też publicznych listów zastawnych.

Szczegółowa działalność banków hipotecznych została uregulowana ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Nadzór nad tymi instytucjami sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, która działa poprzez tzw. powiernika, który powoływany jest raz na 6 lat.

88 G. Główna, *Instrumenty finansowe a rynek mieszkaniowy*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 19.

89 Ibidem, s. 20.

Do podstawowych zadań banku hipotecznego należą przede wszystkim:

1. Udzielanie kredytów zabezpieczonych hipoteką.
2. Udzielanie kredytów, które nie są zabezpieczone hipoteką, ale mają gwarancję lub poręczenie Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Banku Centralnego, rządów lub banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej i Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju. Wyjątek stanowią te państwa, które obecnie restrukturyzują lub restrukturyzowały swoje zadłużenie zagraniczne w ciągu ostatnich 5 lat.
3. Nabywanie wierzytelności innych banków pochodzących z tytułu udzielonych kredytów zabezpieczonych i niezabezpieczonych hipoteką.
4. Emitowanie hipotecznych i publicznych listów zastawnych.

Banki hipoteczne działają na podstawie ustawy o listach zastawnych i bankach, dlatego wymagania przez nie stawiane są znacznie bardziej rygorystyczne niż te określone przez tradycyjne banki. Osoba, która chce starać się o kredyt w banku hipotecznym, musi spełnić następujące warunki:

- a) posiadać wkład własny na poziomie 20% (niektóre banki tradycyjne dopuszczają wkład w wysokości 10%);
- b) kupić mieszkanie, które jest już wybudowane, ponieważ banki hipoteczne nie finansują tzw. dziury w ziemi (niektóre banki tradycyjne udzielają kredytu hipotecznego na podstawie np. planu budowy);
- c) przygotować się na sztywne ramy wyceny nieruchomości, ponieważ banki hipoteczne korzystają z tradycyjnej metody wyceny, gdzie pod uwagę brana jest potencjalna wartość nieruchomości za kilkanaście lat⁹⁰.

Kredyt w banku hipotecznym od banku tradycyjnego różni się jedynie tym, że przed jego udzieleniem należy spełniać określone warunki, które przedstawiono w kolejnej tabeli.

W tabeli 3.5 przedstawiono różnice pomiędzy bankiem, a bankiem hipotecznym. W tej samej tabeli w rubryce warunki otrzymania kredytu porównano wytyczne banku tradycyjnego, i banku hipotecznego.

Tabela 3.5. Różnice pomiędzy bankiem tradycyjnym i hipotecznym

	Bank tradycyjny	Bank hipoteczny
Oferta	W ofercie banku tradycyjnego znajdują się nie tylko kredyty hipoteczne, ale również kredyty gotówkowe, konta, lokaty czy karty kredytowe.	Bank hipoteczny zajmuje się kredytami hipotecznymi oraz emisją listów zastawnych.
Warunki kredytu	Wysokość raty kredytu uzależniona jest od stóp procentowych i zmienia się najczęściej raz na kwartał.	Stabilne warunki kredytu, gdzie wysokość raty nie może ulec zmianie.
Finansowanie kredytów	Kredyty finansowane są z depozytów klientów banków.	Środki na kredyty hipoteczne pochodzą z listów zastawnych, a więc z emisji obligacji zabezpieczonych hipoteką.

⁹⁰ Klaudia Spurgiasz, *Bank hipoteczny – czym różni się od tradycyjnego banku?*, www.totalmoney.pl (24.09.2021).

	Bank tradycyjny	Bank hipoteczny
Warunki otrzymania kredytu	Niektóre banki godzą się na niższy wkład własny (10%), a kredyt ma szansę otrzymać osoba, która ma odpowiednią zdolność kredytową i zarobki, które pozwolą mu spłacać ratę.	Warunki są bardziej rygorystyczne niż ma to miejsce w przypadku tradycyjnych banków.

Źródło: Klaudia Spurgiasz, *Bank hipoteczny — czym różni się od tradycyjnego banku?*, www.totalmoney.pl.

3.5. Rodzaje ryzyka finansowego

Termin ryzyko finansowe zdefiniować można jako stan prawdopodobieństwa, w którym podmiot gospodarczy poniesie straty wskutek następstwa podjętych decyzji inwestycyjnych. Oznacza to, że zarządzający nie wzięli pod uwagę przed podjęciem decyzji wszelkich zmiennych do oszacowania przedsięwzięcia gospodarczego wykorzystując zasady wynikające z rachunku prawdopodobieństwa. Ryzyko jako zjawisko powtarzalne, przy uwzględnieniu odpowiedniej liczby zmiennych daje się z dużym prawdopodobieństwem skalkulować. Ryzyko finansowe przewiduje możliwość poniesienia strat pieniężnych z prowadzonej działalności albo możliwość poniesienia strat w mieniu przedsiębiorstwa. Ryzyko jest pojęciem złożonym oraz wieloznacznym, co powoduje, że podczas osiągania zamierzonych celów gospodarczych przez człowieka nie można być pewnym założonego rezultatu. Bierze się to z niedysponowania pełną informacją oraz podejmowania decyzji na podstawie fragmentarycznej wiedzy. Ryzyko w literaturze zapisane jest jako niepewność⁹¹ przyszłych wydarzeń lub wyników podejmowanych decyzji⁹².

Według A. Willet ryzyko jest obiektywnie współzależne od subiektywnej niepewności, albo inaczej ryzyko jest zobiektywizowaną niepewnością wystąpienia niepożądanego znaczenia⁹³. Według I. Pfeffer ryzyko jest zaś kombinacją elementu hazardu i mierzone prawdopodobieństwem, niepewność zaś mierzona przez poziom wiary. Według tej teorii ryzyko jest stanem świata, niepewność stanem umysłu⁹⁴. Według O. Rytel należy rozróżnić dwa podejścia do ryzyka z punktu widzenia jego efektów:

- koncepcja negatywna (asymetryczna jednostronna), możliwość poniesienia szkody lub straty, występowanie negatywnych skutków, traktowane jako zagrożenie,
- koncepcja neutralna (symetryczna dwustronna), możliwość wystąpienia efektu działania niezgodnego z oczekiwaniami, efekt gorszy od zakładanego lub lepszy od przewidywanego, możliwość wystąpienia efektu zagrożenia lub efektu szansy⁹⁵.

W prowadzonej działalności gospodarczej można wyróżnić ryzyka:

⁹¹ O. Lange, *Teoria programowania. Dzieła*, t. 6, Warszawa 1977, s. 254.

⁹² J.F. Sinkey Jr., *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, New York 1992, s. 391.

⁹³ A.H. Willet, *The Economic Theory of Risk Insurance*, Philadelphia 1951, s. 6.

⁹⁴ I. Pfeffer, *Insurance and Economic Theory*, Illinois 1956, s. 42.

⁹⁵ O. Rytel, *Zarządzanie Ryzykiem Działalności Gospodarczej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach, seria Administracja i Zarządzanie” 2010, nr 85, s. 158.

1. Ryzyko operacyjne (*business risk*), występuje wówczas kiedy mamy do czynienia z niewystarczającą kontrolą wewnętrzną, ludzkimi błędami lub awarią systemów informatycznych (problem wirusów komputerowych)⁹⁶, ten rodzaj ryzyka obejmuje zagadnienia poufności, bezpieczeństwa danych, oszust i kradzieży, awarii w produkcji i innych kluczowych obszarach, opóźnienia w dostawach, jakość produktów, niedobór personelu, zależność od zewnętrznych kontrahentów, nieprzewidzianych skutków losowych⁹⁷.
2. Ryzyko finansowe (*financial risk*), ściśle związane z finansowaniem działalności przedsiębiorstwa kapitałem obcym. Jest rezultatem pochodnej polityki kształtującej strukturę kapitałową firmy. Powstały w wyniku takiej polityki dług powoduje dodatkowe obciążenie podmiotu wynikające z konieczności regulowania rat od kredytów oraz wymaganych odsetek. Konieczność spłaty wymaganych zobowiązań, a w szczególności brak środków może powodować zachwianie płynności oraz stabilności finansowej, co w skrajnych sytuacjach może powodować utratę lub konfiskatę środków trwałych, a w skrajnych sytuacjach upadłość przedsiębiorstwa⁹⁸. Zasadniczy wpływ na ryzyko finansowe mają takie zjawiska jak:
 - zmiany stóp procentowych,
 - kursy walut,
 - kurs papierów wartościowych,
 - ceny surowców i produktów⁹⁹.

Przedsiębiorcy mający wiedzę o potencjalnych zagrożeniach i ryzyku oraz potrafiący zdefiniować kierunki zagrożenia unikają podejmowania złych decyzji dla przedsiębiorstwa. Umiejętność określenia ryzyka, oraz jego eliminacji powoduje uwolnienie przedsiębiorstwa od niebezpieczeństwa, jakim jest strata finansowa, utrata majątku bądź utrata zakładanych zysków.

Dwa rodzaje ryzyka finansowego odgrywają istotną rolę w procesie powodzenia inwestycji, są to ryzyko rynkowe oraz ryzyko indywidualne.

Ryzyko rynkowe – występuje wówczas kiedy na skutek błędnych szacunków co do zmienności popytu i cen usług¹⁰⁰, w zakresie korzystania z condoapartamentów, czy condopokoju inwestor uzyskuje inne od zakładanych przychody. Istotną rolę w tym przypadku odgrywa czynnik konkurencyjności zarówno samej condonieruchomości, jak również rozpatrując szerszej konkurencyjności lokalizacji (miejscowości turystycznej), czy idąc dalej regionu Polski. Jako ryzyko rynkowe należy rozpatrywać również wszelkiego rodzaju ograniczenia związane z regulacją ruchu turystycznego, a nawet sytuacjami ograniczeń pandemicznych, czy ograniczeń związanych z możliwością przemieszczania, czy korzystania z obiektów o charakterze wypoczynkowym.

Ponadto jako ryzyko rynkowe należy rozpatrywać wszelkie zmiany cen poszczególnych produktów, usług i mediów niezbędnych do prawidłowego funkcjonowania condojednostki, w tym wysokość wynagrodzeń pracowników, składek na ubezpieczenia społeczne, wysokości stawek podatkowych, co ma istotne znaczenie na ocenę rentowności. To wszystko z kolei wpływa na wysokość ryzyka całkowitego.

⁹⁶ Y.Y. Chong, E.M. Brown, *Zarządzanie ryzykiem projektu*, Kraków 2001, s. 85.

⁹⁷ J. Holliwell, *Ryzyko finansowe. Metody identyfikacji i zarządzania ryzykiem finansowym*, Warszawa 2001, s. 14.

⁹⁸ E. Smaga, *Ryzyko i zwrot w inwestycjach*, Warszawa 1995 s. 14.

⁹⁹ T.T. Kaczmarek, *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym dla praktyków*, Gdańsk 1999, s. 39.

¹⁰⁰ Henryk Gawron, *Ocena efektywności inwestycji*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1997, s.139.

Ryzyko indywidualne – należy rozpatrywać jako niepewność co do przepływów dochodu, związana z rodzajem działalności firmy¹⁰¹, w tym przypadku niepewność w związku ze specyfiką zawartej umowy z operatorem, któremu inwestor wynajmuje condojednostkę. Inwestor nie jest narażony na ryzyko związane z natężeniem ruchu turystycznego, czy np. uwarunkowaniami pogodowymi. Ryzyko indywidualne w przypadku condonieruchomości ograniczone jest do respektowania umowy przez strony.

Szczególnym rodzajem ryzyka indywidualnego jest ryzyko złego zarządzania przez operatora hotelowego, to z kolei wiąże się z błędami czynnika ludzkiego, ludzkich wad i ograniczeń co powoduje możliwość popełniania błędów nawet przez wysokowykwalifikowanych menadżerów i błędnie podejmowanych decyzji¹⁰².

Innym czynnikiem składowym ryzyka indywidualnego jest ryzyko niedotrzymania zobowiązań, wiąże się to z tą częścią ryzyka, która ma istotny wpływ na zmiany w pozycji finansowej firmy powodującej oddalanie się, bądź zbliżanie do bankructwa¹⁰³.

Wypłacalność operatora jest kluczowym czynnikiem wpływającym na powodzenie inwestycyjne inwestora indywidualnego, który zakupił condojednostkę.

101 Frank K. Reilly, Keth C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, PWE, Warszawa 2001, s. 47.

102 Jack C. Francis, *Inwestycje analiza i zarządzanie*, Wig Press, Warszawa 2000, s. 5.

103 Ibidem.

Pozafinansowe uwarunkowania inwestowania w condonieruchomości

4.1. Uwarunkowania geograficzne inwestycji

Podjmując decyzję o zakupie condonieruchomości (*condoapartament, condohotel*), inwestor bierze pod uwagę lokalizację. Z uwagi na charakter obiektu condoapartamenty lokalizowane są na terenie miejscowości o charakterze turystycznym i wypoczynkowym. Przy wyborze lokalizacji inwestor sprawdza i ocenia lokalizację pod kątem:

- możliwości nabycia terenu pod condonieruchomość,
- warunków nabycia gruntu,
- możliwości zainwestowania z punktu widzenia miejscowego planu zagospodarowaniu przestrzennego oraz koncepcji lokalnych władz,
- ograniczeń nałożonych przez uwarunkowania środowiskowe,
- możliwości realizacji obiektu z punktu widzenia architektoniczno-urbanistycznego (wielkość i kształt budynku),
- rodzaju gruntów,
- historii danego terenu z uwzględnieniem tego, co wcześniej na tym gruncie się znajdowało,
- zbadania czy na oferowanej działce nie znajdują się budowle o charakterze historycznym,
- sąsiedztwa otaczających budynków,
- umiejscowienia względem stron świata,
- ukształtowania terenu w tym umiejscowienia drzewostanu,
- infrastruktury,
- skomunikowania miejscowości oraz możliwości dojazdu turystów transportem własnym lub zbiorowym.

Podczas decydowania o umiejscowieniu condonieruchomości należy brać pod uwagę także uwarunkowania związane z ruchem turystycznym oraz prognozami napływu turystów do danej miejscowości, w której ma powstać condonieruchomość bądź do sąsiednich miejscowości. Nie bez znaczenia, przy podejmowaniu decyzji lokalizacyjnej, są wszelkie atrakcje turystyczne umiejscowione w bezpośrednim sąsiedztwie bądź w miejscowościach oddalonych nieznacznie, które stanowią tzw. czynnik przyciągający turystów.

Według danych GUS *Baza noclegowa według stanu w dniu 31.07.2019 i jej wykorzystanie w pierwszym półroczu 2019 roku* liczba udzielonych noclegów w tym okresie wzrosła

w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego o 6,5%. Odnotowano przy tym wzrost liczby turystów zagranicznych o 4,5% oraz liczby spędzonych przez nich nocy o 5,1%¹.

Inwestycje nadmorskie stanowią przeważającą część inwestycji na rynku condonieruchomości w Polsce i dotyczy to rynku condohoteli oraz condoapartamentów.

Taki stan rzeczy powoduje w świadomości turystów atrakcyjność miejsca, jakim jest polskie wybrzeże. Condonieruchomości umiejscowione w pasie nadmorskim charakteryzują się dużą atrakcyjnością dla kupujących z uwagi na niskie ryzyko – znaczne wykorzystanie nieruchomości przez potencjalnych turystów.

Z wyników badań² wynika permanentny wzrost zapotrzebowania na noclegi, w pierwszym półroczu 2019 roku z obiektów noclegowych w Polsce skorzystało ponad 16 mln turystów, w tym około 3,3 mln to byli turyści zagraniczni. W porównaniu z rokiem poprzednim nastąpił wzrost liczby turystów o 6,1%, a zagranicznych o 4,5%.

W pasie nadmorskim, czyli w województwie zachodniopomorskim i pomorskim nastąpił wzrost napływu turystów o blisko 10% w porównaniu z rokiem poprzednim. Odnotowano tym samym wzrost wynajętych pokoi oraz udzielonych noclegów o 10% w stosunku do roku poprzedniego w odniesieniu do województwa zachodniopomorskiego oraz 9% wzrost w przypadku województwa pomorskiego.

Wzrost zamożności społeczeństwa, atrakcyjność polskiego morza ciągle napływ turystów zarówno z Polski jak i z zagranicy, wzrost zapotrzebowania na komfortowe obiekty turystyczne to główny warunek powstawania condonieruchomości w pasie nadmorskim.

Inwestycje w obszarze gór – polskie góry cieszą się niesłabnącym zainteresowaniem zarówno polskich, jak i zagranicznych turystów. W porównaniu z 2018 rokiem nastąpił wzrost ruchu turystycznego w województwie dolnośląskim o ponad 12%, natomiast w przypadku województwa małopolskiego o blisko 6%. W obu województwach są umiejscowione ośrodki miejskie o znacznym potencjale turystycznym, takie jak Kraków i Wrocław.

Inwestorzy, podążając za korzystnymi trendami na rynku jakim jest niewątpliwie ciągły wzrost zapotrzebowania na nowoczesne i komfortowe obiekty o charakterze turystycznym, lokują inwestycje w tych obszarach. Tylko w pierwszym półroczu 2019 roku zapotrzebowanie na noclegi w województwie małopolskim wzrosło, według danych GUS, o blisko 6%, natomiast w tym samym czasie wynajęto o 6,9% więcej pokoi niż w 2018 roku.

Korzystniejsze trendy zaobserwowano w województwie dolnośląskim, gdzie nastąpił dynamiczny wzrost zapotrzebowania na noclegi o ponad 10% w stosunku do analogicznego okresu 2018 roku. Znacznie korzystniejsze trendy zaobserwowano w obszarze wynajmu pokoi, gdzie w porównaniu do roku poprzedniego nastąpił wzrost o 15%. Trwałe tendencje wzrostowe w zapotrzebowaniu na nowoczesne usługi turystyczne (noclegi) to główne warunki lokowania condonieruchomości w tych konkretnych obszarach geograficznych Polski. Wiąże się to z niesłabnącą atrakcją, jaką są polskie góry zarówno Karpaty, jak i Sudety. Według danych GUS w pierwszym półroczu 2019 roku w obiektach hotelowych (czyli w hotelach, motelach, pensjonatach i innych obiektach hotelowych) wynajęto 14,6 mln pokoi, czyli nastąpił wzrost w porównaniu z rokiem 2018 o 900 tys. pokoi. Zaobserwowano również trendy wzrostowe wykorzystania pokoi w obiektach hotelowych w pierwszym półroczu 2019 roku. W porównaniu

1 Baza noclegowa stan na dzień 31.07.2019 r. <https://stat.gov.pl> (7.08.2020).

2 Ibidem, s. 1.

z rokiem 2018, w analogicznym okresie wykorzystanie pokoi w obiektach hotelowych oscyloowało na poziomie 48,5% w porównaniu do 47,1% w roku 2018³.

Inwestycje w miastach/regionach o dużym potencjale turystycznym (Warszawa, Poznań, Kraków, Gdańsk, Mazury). W ośrodkach miejskich inwestorzy lokują zazwyczaj kapitał w condohotele, ma to związek z innym charakterem zapotrzebowania na usługi noclegowe. Największym rynkiem hotelarskim w Polsce jest Warszawa, Kraków, Gdańsk i Wrocław. Tylko w 5 największych miastach w Polsce w pierwszej połowie 2019 roku udzielono blisko 8,7 mln noclegów⁴. We wszystkich miastach w Polsce odnotowano wzrost zapotrzebowania na noclegi w hotelach. Biorąc po uwagę wzrost rynku tylko o 5% w stosunku rocznym, dzienne zapotrzebowanie na usługi noclegowe wzrasta w przypadku Poznania o około 250 noclegów dziennie.

Lokowanie condohoteli oprócz aspektów czysto ekonomicznych warunkowane jest wyłącznie trendami wzrostowymi, co w konsekwencji wiąże się z aspektami czysto ekonomicznymi definiowanymi jako zwrot z zainwestowanego kapitału.

Na obszarach o dużym potencjale turystycznym, w pasie nadmorskim oraz górskim mamy do czynienia z sezonowością wykorzystania obiektów turystycznych, natomiast w przypadku dużych miast wykorzystanie condonieruchomości oferujących miejsca noclegowe odbywa się przez cały rok.

Condonieruchomości lokowane są w miejscowościach o znacznym potencjale turystycznym (morze bądź góry), co w konsekwencji powoduje permanentny wzrost ruchu turystycznego oraz tendencje wzrostowe w obszarze zapotrzebowania na miejsca noclegowe. Warunki takie uzyskuje się również na Mazurach, choć tam rynek condonieruchomości zaczyna się kształtować i jest dopiero w fazie początkowej. Atrakcyjność miejsca z całą pewnością spowoduje wzrost zapotrzebowania na nowoczesne usługi hotelarskie.

4.2. Uwarunkowania prawne i wynikające z zawartych umów między stronami

Inwestor podejmując decyzję o zainwestowaniu w condonieruchomość, najczęściej kieruje się wysokością stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Drugim kryterium brany pod uwagę jest roczna suma uzyskanego przychodu za wynajem nieruchomości. Zawierając umowę z operatorem, inwestor musi wziąć pod uwagę zapisy, które nakładają na operatora i właściciela nieruchomości obowiązki i uprawnienia w czasie trwania zawartej umowy. Najważniejsze zapisy umowy najmu condonieruchomości zawierają:

1. Czas trwania umowy, najczęściej spotykanym okresem jest 10-letni czas trwania umowy najmu. Zdarza się również, że umowy zawierane są na 15-letni okres. W mniejszym zakresie spotykane są umowy z dłuższym, nawet 30-letnim okresem najmu. Spotkać można umowy o kilkuletnim okresie najmu nieruchomości. Umowy zawierane na krótki okres charakteryzują się możliwością dostosowywania warunków do zmieniającego się otoczenia na rynku oraz natychmiastowego reagowania stron umowy na nieprzewidziane wcześniej okoliczności. Umowy długookresowe dają inwestorowi poczucie pewności osiągniętych przychodów, a całość ryzyka spoczywa na operatorze.

³ Ibidem, s. 5.

⁴ Ibidem, s. 9.

2. Sposób obliczania rentowności (stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału) – istotnym elementem wpływającym na jej obliczenie jest wybór i zastosowanie odpowiedniej metody do obliczenia rentowności. W zależności od zastosowanej metody oraz składowych condonednostki niezbędnych podczas obliczeń, wysokość rocznych przychodów, które uzyska inwestor będą kształtować się na innych poziomach. Często rentowność będzie odbiegać od parametrów wynikających z zawartej umowy z operatorem. Stosowane modele obliczania rentowności uzależnione są od przyjętej metodologii:
 - wyliczana na podstawie ceny netto zakupu,
 - wyliczana na podstawie ceny brutto zakupu,
 - wyliczana od ceny zakupu bez wyposażenia (w stanie deweloperskim),
 - wyliczana od ceny zakupu wraz z wyposażeniem zgodnym ze standardem operatora,
 - wyliczona od ceny zakupu wraz z pełnym wyposażeniem i pomniejszona o koszty danin publiczno-prawnych, koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości,
 - w dłuższym okresie, np. 15-letnim koszty zakupu pomniejszone o wyżej wymienione dani-ny oraz remonty i adaptacje po okresie przewidzianym umową.
3. Koszty ponoszone przez operatora i właściciela, zazwyczaj koszty związane z bieżącą obsłu-gą ponoszone są przez operatora, po stronie właściciela są przewidziane generalne remonty bądź zmiana wystroju oraz wszelkie ubezpieczenia i opłaty na rzecz skarbu państwa czy lokalnego samorządu.
4. Sposób i częstotliwość wypłaty wynagrodzenia dla właściciela condonieruchomości przez operatora. W zależności od rodzaju zawartej umowy, stosowane są różne możliwości wy-płaty wynagrodzenia. Najczęściej stosowany jest miesięczny okres rozliczeniowy, spotyka-ne są kwartalne i półroczne okresy rozliczeń, w skrajnych przypadkach stosowane są roz-liczenia raz do roku. Innym sposobem jest miesięczny okres rozliczeniowy z zastosowaną większą płatnością, tzw. ratą balonową po okresie wysokim. W rejonie nadmorskim jest to okres powakacyjny, w górach tuż po feriach zimowych. Na sposób rozliczeń istotny wpływ ma charakterystyka i specyfika nieruchomości oraz sezonowość.
5. Warunki regulujące pobyt właścicielski, czyli możliwość przebywania właściciela condo-nieruchomości w ciągu jednego rocznego okresu rozliczeniowego. Regulacje takie zawarte są zazwyczaj w umowie z operatorem, alternatywnym sposobem jest odrębna umowa regu-lująca wyłącznie zasady pobytu właścicielskiego.

Najważniejsze kwestie zazwyczaj zawarte w umowach pomiędzy inwestorem, a operatorem to:

1. Termin w jakim można wykorzystać pobyt właścicielski, zazwyczaj umowy wyłączają tzw. sezon wysoki, oraz okres świąt⁵ sprzyjający intensyfikacji ruchu turystycznego.
2. Maksymalna długość pobytu właścicielskiego w ramach zawartej umowy, najczęściej spotkać można przypadki 21-dniowego pobytu właścicielskiego w ciągu rocznego okre-su rozliczeniowego. Zdarzają się umowy, które wykluczają opcję pobytu właścicielskiego, z kolei inne gwarantują inne okresy. Operatorzy stosują zasadę ujednoliconego pobytu dla wszystkich właścicieli, a w innych przypadkach umowy definiują indywidualnie dla każ-dego właściciela. Takie uwarunkowania zapisane są w przypadku zakupu większej liczby jednostek.

⁵ Sezon wysoki – okres obejmujący majówkę, okres od czerwca do końca września; święta Wielkiej Nocy, Bo-żego Narodzenia i Sylwester, czasami okres zaczynający się od Wigilii do Trzech Króli.

3. Liczba dni jaką właściciel jednorazowo może wykorzystać w ramach pobytu, umowa określa minimalny i maksymalny jednorazowy pobyt, np. minimum 7 dni lub 14, wyłączone są sytuacje, gdy właściciel chciałby w nieruchomości spędzać w ramach pobytu właścicielskiego wyłącznie weekendy.
4. Zapis odnoszący się do konieczności wykorzystania pobytu właścicielskiego oraz o rezygnacji z pobytu na rzecz zwiększenia rentowności nieruchomości.
5. Możliwość i zasady korzystania w czasie pobytu z infrastruktury stanowiącej część wspólną, w tym z oferowanych przez obiekt atrakcji, np. korzystanie z basenu, SPA, oraz restauracji.
6. Liczba osób towarzyszących w ramach pobytu oraz możliwość użyczenia w ramach pobytu właścicielskiego lokalu rodzinie bądź innym osobom, gdy samodzielnie nie wykorzystuje go właściciel.
7. Sposób rezerwacji pobytu właścicielskiego oraz okres uprzedzający operatora o zamiarze wykorzystania w konkretnym terminie.
8. Wysokość opłat za pobyt właścicielski, stosuje się preferencyjne stawki dla właścicieli za sprząatanie, oraz korzystanie z tzw. atrakcji obiektowych⁶.
9. Indeksacja czynszu, zmiana wysokości wynagrodzenia właściciela nieruchomości w zależności od wysokości wskaźnika inflacji w czasie trwania umowy z operatorem⁷; w celu urealnienia wysokości czynszu stosuje się różne metody, które obwarowane są zapisami w umowie, często stosowany jest coroczny wzrost wynagrodzenia o wskaźnik inflacji ogłaszany przez GUS; inną metodą jest urealnienie wynagrodzenia na podstawie wysokości stawek za pobyt, kolejną metodą jest łączenie tzw. wynagrodzenia minimalnego zawartego w umowie powiększonego o udział w zyskach z prowadzonej działalności rozliczanej na podstawie zasad rachunkowości; zdarzają się przypadki urealnienia czynszu na wyliczane na podstawie kursu walut, np. w stosunku do Euro;
10. Warunki wypowiedzenia umowy najmu, możliwość zakończenia współpracy pomiędzy operatorem i właścicielem, prawo właściciela do samodzielnego zarządzania własną nieruchomością, obowiązujące strony umowy terminy;
11. Inne zapisy i uregulowania umowne, prawo pierwokupu nieruchomości zagwarantowane umownie przez operatora; innymi zapisami w umowie często są zdefiniowane wszelkie nakazy, zakazy i obowiązki wobec siebie stron umowy.

4.3. Pozafinansowe ryzyko inwestowania w condonieruchomości

W rozdziale 3 opisano tematykę ryzyka finansowego z punktu widzenia inwestora indywidualnego – nabywcy condonieruchomości (condojednostki), zaś w niniejszym rozdziale

⁶ Opracowanie na podst.: <https://propertyhomes.pl/baza-wiedzy/wpis/pobyt-wlaszcielski/> (20.10.2020).

⁷ Umowy zawierane są na długi okres. W ciągu 10-letniego okresu trwania umowy, właściciel w skrajnie niekorzystnych warunkach gospodarczych mógłby utracić realnie kilkadziesiąt procent wartości pierwotnej czynszu. W 2020 r. wskaźnik inflacji jest na poziomie ok 3,4% (dane na 20.10.2020) biorąc pod uwagę 10 lat trwania umowy właściciel condonieruchomości mógłby utracić 1/3 wartości realnej czynszu. Wg kalkulatora inflacji na stronach MF <https://www.finanse.mf.gov.pl> (20.10.2020) obliczono, że wskaźnik inflacji w ciągu ostatnich 10 lat wynosił 16,93%. Należy dlatego przyjąć, że w kolejnych 10 latach wskaźnik inflacji powinien wykazywać podobną wartość około 17%. Biorąc to pod uwagę, zakupioną condonieruchomość za 400 tys. zł w 2020 r. w październiku, warta będzie w październiku 2030 r. realnie tylko ok. 342 tys. W związku z tym należy indeksować wysokość wynagrodzenia o wskaźnik inflacji.

zaprezentowano inne ryzyka. Występowanie innych zagrożeń ma znaczący wpływ na powodzenie przedsięwzięcia inwestycyjnego, które, bok czynników finansowych, mogą zadecydować o sukcesie bądź porażce inwestora. Różne rodzaje ryzyka składają się na ryzyko całkowite, dlatego należy podczas kalkulacji przedsięwzięcia inwestycyjnego przeanalizować wszelkie możliwe czynniki i zagrożenia. Konsekwencją podjętych wcześniej decyzji dotyczących ryzyka finansowego przez podmioty inne niż końcowy inwestor, może pojawić się różnego rodzaju ryzyko, które należy brać pod uwagę podejmując decyzję o zainwestowaniu w condonieruchomość. Ponieważ tematyka ma poważny wpływ na finanse – w tym rozdziale zajęto się ryzykiem dla końcowego inwestora. Zważywszy na to, że zazwyczaj końcowym inwestorem są osoby fizyczne (prywatne niebędące przedsiębiorcą) polskie urzędy zwróciły w 2019 roku uwagę na występujące ryzyko na rynku condonieruchomości. Zagrożenie bezpieczeństwa inwestorów indywidualnych, niebędących profesjonalnymi uczestnikami rynku nieruchomości (condonieruchomości), zostało dostrzeżone przez urzędy i regulatorów rynku i w 2019 r. wydano komunikaty ostrzegające. Zwrócono uwagę na ryzyka związane z inwestowaniem na rynku condonieruchomości.

Ryzyko związane z finansowaniem inwestycji. Istotą realizacji inwestycji jest jej powstanie, a w konsekwencji oddanie do użytku i czerpanie z niej pożytku. Fundamentalnym czynnikiem, obok zdobycia przez dewelopera wszelkich pozwoleń i formalności, jest zapewnienie inwestycji finansowania. Decydujący wpływ na ograniczenie ryzyka ma to, czy deweloper finansuje przedsięwzięcie ze środków własnych, kredytu bankowego, obligacji korporacyjnych, czy jedynie z wpłat konsumentów? Inwestycje finansowane jedynie z wpłat nabywców lokali lub emisji obligacji są bardziej ryzykowne dla nabywcy lokalu niż inwestycje finansowane ze środków własnych dewelopera⁸, o czym ostrzega UOKiK w piśmie na swoich stronach. Urząd szczególną uwagę zwraca na sytuację, kiedy inwestycje finansowane są z wpłat nabywcy, to konsument ponosi całe ryzyko niepowodzenia⁹. W sytuacji ogłoszenia upadłości przez dewelopera, nabywca lokalu oraz wierzyciele narażeni są na ryzyko utraty zainwestowanych środków, gdyż deweloper wykorzystał je do sfinansowania realizacji inwestycji, której nie udało się ukończyć. Dbając o interes konsumentów, UOKiK¹⁰ powziął decyzje o uświadomieniu inwestorów o występującym na rynku condonieruchomości ryzyku.

Bezpieczeństwo gwarantowane zawarciem aktu notarialnego. Ustawodawca, mając na uwadze interes konsumenta niebędącego profesjonalnym uczestnikiem rynku nieruchomości, przyjął akt prawny w postaci ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego¹¹ w celu zagwarantowania bezpieczeństwa transakcji na rynku nieruchomości. W art. 1 przytoczonej ustawy z 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego znajdują się uregulowania:

Ustawa reguluje zasady ochrony praw nabywcy, wobec którego deweloper zobowiązuje się do ustanowienia odrębnej własności lokalu mieszkalnego i przeniesienia własności tego lokalu na nabywcę, albo do przeniesienia na nabywcę własności nieruchomości zabudowanej domem jednorodzinnym lub użytkowania wieczystego

⁸ Komunikat Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z 26.09.2019 roku, www.uokik.gov.pl (24.10.2020).

⁹ Ibidem.

¹⁰ Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów.

¹¹ Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego.

nieruchomości gruntowej i własności domu jednorodzinnego na niej posadowionego stanowiącego odrębną nieruchomość¹².

UOKiK szczególną uwagę zwraca na to, że inwestorzy indywidualni działający na rynku nieruchomości komercyjnych nie są zabezpieczeni przepisami wynikającymi z ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego. Jako największe ryzyko urząd wskazuje brak konieczności ustanawiania rachunków powierniczych oraz roszczeń konsumenta zawartych w formie aktu notarialnego i wpisanego do księgi wieczystej nieruchomości¹³. Brak konieczności stosowania zabezpieczeń podobnych bądź identycznych jak w przypadku nieruchomości mieszkaniowych może spowodować, że deweloperzy mogą narazić na większe ryzyko inwestorów niebędących profesjonalnymi przedsiębiorcami działającymi na rynku nieruchomości. Deweloperzy działający na rynku condonieruchomości nie stosują ustawy jak w odniesieniu do lokali mieszkaniowych. Urząd zwraca uwagę, że w przypadku upadku dewelopera, niedokończenia inwestycji zainwestowane środki może stracić końcowy konsument. W przypadku konsumentów indywidualnych perspektywa utraty środków finansowych w wysokości 400 tys. zł jest szczególnie ryzykowna i może być poważną szkodą. Bezpieczeństwo transakcji jest bardzo ważnym czynnikiem. UOKiK zwraca szczególną uwagę na zawierane w umowach sformułowanie „gwarantowane stopy zwrotu”.

Gwarantowane stopy zwrotu, wskaźnik realny czy iluzoryczny. Kryterium zysku stanowi istotny argument do podjęcia decyzji o ulokowaniu środków finansowych w ten rodzaj nieruchomości. Deweloperzy reklamując inwestycje często „gwarantują” stopy zwrotu na poziomie 7–10% w skali roku. Według UOKiK, tak wysokie stopy zwrotu mogą być nieosiągalne¹⁴, ponieważ deweloperzy zazwyczaj w reklamach nie uwzględniają kosztów zarządzania nieruchomością oraz utrzymania nieruchomości. Podobne wątpliwości co do wysokości uzyskiwanych stóp zwrotu zgłaszał UKNF w piśmie z 26.09.2019 roku. Dodatkowo na konsumenta przerzucane jest ryzyko wynikające z niekorzystnych zmian różnych procesów gospodarczych, takich jak: ryzyko biznesowe, rynkowe, koniunkturalne, na które pojedynczy konsument nie ma najmniejszego wpływu. Ryzyko związane z wysokością dochodów spoczywa ponadto na konsumencie, natomiast to operator ma wpływ na zarządzanie nieruchomością. Wobec tego, za ewentualne błędy operatora ryzyko finansowe ponosi ostateczny konsument, czyli inwestor indywidualny inwestujący w zakup pokoju w condohotelu. Jako przykład można podać, że nie zawsze condohotel jest w stanie przyciągnąć zakładaną liczbę gości i tym samym uzyskać odpowiednie dochody.

UOKiK szczególną uwagę zwraca na to, że każda lokata środków finansowych obarczona jest ryzykiem wysokości osiągniętego dochodu oraz zwrotu wpłaconych środków finansowych¹⁵. Należy gruntownie zweryfikować przedmiot inwestycji oraz pojawiającego się ryzyka i należy mieć świadomość, że nie istnieją gwarantowane stopy zwrotu. Pismo UOKiK wykłupa problem sezonowości i koniunkturalności, który jest nieodłącznym zjawiskiem w przypadku nieruchomości komercyjnych w obrębie szeroko pojętego rynku usług turystycznych. Podobne wątpliwości co do sezonowości kosztów remontu podatków artykułuje UKNF, przy

¹² Ibidem.

¹³ Komunikat Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z 26.09.2019 r., www.uokik.gov.pl (24.10.2020) (*Iluzoryczne bezpieczeństwo*, s. 2).

¹⁴ Ibidem.

¹⁵ Ibidem.

czym zwraca szczególną uwagę, że w przypadku braku osiągnięcia zakładanych przychodów ryzyko związane ze spłatą kredytu ponosi konsument¹⁶. Należy wziąć pod uwagę fakt, że w przypadku ulokowania środków finansowych w condonieruchomości ryzyko związane ze stopą zwrotu, okresem zwrotu oraz samym zwrotem z inwestycji jest znaczne i nie ma gwarancji, że inwestor odzyska środki finansowe. Inwestor powinien uwzględnić również stałe koszty utrzymania nieruchomości związane z zarządzaniem, obsługą zadłużenia, podatkami, ewentualnymi kosztami związanymi z remontem.

Ryzyko związane z inwestycją w alternatywne instrumenty finansowe oraz ze współpracą pośredników finansowych i deweloperów. UOKiK zwraca uwagę na brak transparentnych zasad współpracy deweloperów oraz pośredników finansowych i banków, jak również brak wskazania jednoznacznej odpowiedzialności podmiotowej w stosunku do konsumenta. Należy zwrócić uwagę na oferty pośredników finansowych w instrumenty inwestycyjne jakimi są condonieruchomości i na ryzyko związane z taką inwestycją. Szczególnie ryzykowne jest finansowanie condonieruchomości przy udziale kredytu bankowego, należy pamiętać, że koszty kredytu obciążą ewentualny zysk, a tym samym wpłynie to na rentowność inwestycji. W takiej sytuacji na konsumentcie ciążyć będzie ewentualne rozliczenie brakującej części kredytu ze środków własnych, a nie z wynajmu lokalu. UOKiK zwraca też uwagę, że pośrednik finansowy powinien przedstawić rzetelnie wady i zalety inwestycji na rynku condo w taki sposób, aby nie dochodziło do nieuczciwej sprzedaży. Pośrednik nie może wprowadzać w błąd, a konsument powinien być świadomy ryzyka ewentualnej biznesowej porażki. Zjawiskiem inwestycji na rynku condonieruchomości dostrzegając występujące ryzyka zainteresował się UKNF¹⁷, który szczególną uwagę zwrócił na różne rodzaje ryzyka, związane z instrumentami o charakterze inwestycyjnym na rynku niebędącym pod jurysdykcją nadzorczą KNF¹⁸. Oznacza to, że firmy realizujące projekty budowlane i oferujące lokowanie oszczędności w te projekty nie są nadzorowane przez KNF i może występować ryzyko co do wiarygodności i rzetelności podmiotów uczestniczących, o czym w komunikacie w sprawie inwestycji alternatywnych w nieruchomości ostrzega UKNF¹⁹.

Dbając o przejrzystość rynku instrumentów finansowych, UKNF zwrócił się do podmiotów objętych regulacją, aby jako podmioty zaufania publicznego dokładały wszelkich starań i stosowały najwyższe standardy, działały w sposób rzetelny w stosunku do klienta przez zachowanie szczególnej ostrożności w wyborze kontrahenta i oferowania jego produktu, zaapelował, aby w sytuacjach najmniejszych podejrzeń powstrzymały się od obrotu takimi instrumentami. Wskazano na ryzyko związane z pośrednictwem transakcji w condohotele i aparthotele a dotyczące podmiotów, takich jak banki i TFI, które są nadzorowane przez KNF i są jednocześnie uczestnikami transakcji na rynku condonieruchomości. Rynek condonieruchomości jest wyjęty spod nadzoru KNF, dlatego komisja szczególną uwagę zwraca na aktywność podmiotów przez siebie nadzorowanych w zakresie:

- aktywność firm inwestycyjnych dotyczy pośrednictwa w nabywaniu i zbywaniu nieruchomości i innych form inwestycji w condohotele/aparthotele (sfera dopuszczalnej działalności, jednak leżąca poza nadzorowaną działalnością maklerską),

16 Komunikat w sprawie inwestycji alternatywnych w nieruchomości, www.knf.gov.pl (24.10.2020).

17 Ibidem.

18 Komisja Nadzoru Finansowego.

19 Komunikat w sprawie inwestycji alternatywnych w nieruchomości, www.knf.gov.pl (24.10.2020).

- firmy inwestycyjne angażują się w pośrednictwo w oferowaniu instrumentów finansowych emitowanych przez spółki realizujące takie inwestycje²⁰.

Podobne wytyczne KNF skierował do banków w związku z inwestycjami condonieruchomości:

- nie jest dozwolone świadczenie przez banki jakichkolwiek usług pośrednictwa czy doradztwa przy transakcjach obrotu nieruchomościami lub innych formach inwestycji w condohotele/aparthotele,
- nie są dopuszczalne inne formy pozastatutowej aktywności banków, które mogą prowadzić w efekcie do takiego pośrednictwa (np. działania marketingowe, kojarzenie inwestora i dewelopera),
- w przypadku oferowania instrumentów finansowania spółek realizując projekty apart hoteli/condohoteli – analogicznie jak w przypadku firm inwestycyjnych – wymagane jest bezwzględne przestrzeganie przepisów prawa, jak również norm podwyższonej staranności obowiązujących podmioty zaufania publicznego²¹.

Badając rynek condonieruchomości, UKNF podjął działania mające za zadanie ochronę nieprofesjonalnych uczestników działających na tym rynku. Urząd dostrzegł i uświadomił nieprofesjonalnym klientom ryzyko związane z inwestycjami w projekty typu condonieruchomości (więcej w rozdziale 6):

- cechy i warunki inwestycji mogłyby spowodować utratę zainwestowanych pieniędzy,
- nie będzie możliwe „wyjście” z inwestycji lub stanie się to utrudnione ze względu na jej faktyczną nie płynność, bądź znacznie ograniczone możliwości zbycia,
- wystąpi konieczność poniesienia dodatkowych nakładów na przedmiot inwestycji, o których nabywca nie miał wiedzy,
- nabywca nie byłby w stanie spłacać kredytu zaciąganego na inwestycje, gdyż realnie nie uzyskałby zysku obiecywanego w materiałach marketingowych²².

Inne ryzyko związane z uczestnictwem na rynku condonieruchomości. Inwestorzy działający na rynku condonieruchomości powinni wziąć pod uwagę różnego rodzaju ryzyko, występujące obecnie, a w szczególności to, że condonieruchomości nie są objęte obecnie obowiązującym prawem, co powoduje w wielu przypadkach brak regulacji procesu budowlanego, ochrony nabywców, kwestii podatkowych, turystycznych, a także ochrony najemców. Przy podejmowaniu decyzji o zainwestowaniu wolnych środków finansowych należy wziąć pod uwagę wszelkie wymienione rodzaje ryzyka, zarówno te w rozdziale III (ryzyko finansowe), jak i ryzyko niefinansowe, istotnie wpływające na powodzenie przedsięwzięcia inwestycji w condonieruchomości.

Mając na uwadze sezonowy charakter inwestycji szczególną uwagę przed podjęciem procesu inwestycyjnego należy zwrócić na atrakcyjność regionu, w którym umiejscowiona jest nieruchomość.

²⁰ Ibidem.

²¹ Ibidem.

²² Ibidem.

4.4. Uwarunkowania mikroekonomiczne

Wraz ze wzrostem zamożności społeczeństwa i możliwością zaspokojenia podstawowych potrzeb pojawia się zjawisko popytu na inne dobra, tzw. dobra wyższego rzędu. Jednym z takich dóbr są nieruchomości, w które poszczególni konsumenci lokują nadmiar kapitału wypracowanego i zaoszczędzonego. Nadwyżki kapitału wypracowane w gospodarstwach domowych generują popyt na różne dobra, w tym na dobra występujące na rynku nieruchomości. Rynek nieruchomości, jako specyficzny i niedoskonały, powoduje zaangażowanie znacznych środków finansowych przez uczestników dokonujących na nim transakcji. Condonieruchomości jako forma lokaty kapitału w nieruchomości komercyjne również jest czynnikiem generującym popyt konsumencki. Należy dodać, że w Polsce w 2019 roku dochód roczny ok. 30 tys. osób przekraczał 1 mln zł.

Popyt konsumenta generowany jest przez cztery składowe, które występują w otoczeniu rynkowym i można je wyodrębnić jako:

- dochód konsumenta,
- ceny poszczególnych dóbr,
- gusta konsumenta, pozwalające uszeregować różne kombinacje, czyli koszyki dóbr, według stopnia satysfakcji, jakiej dostarczają konsumentowi,
- założenie behawioralne, zgodnie z którym konsumenci w swoich decyzjach kierują się własnym interesem²³.

Biorąc pod uwagę koszyk dóbr możliwy do uzyskania przy dysponowanym dochodzie, konsument dokonuje takiego wyboru, który dostarcza mu największej satysfakcji. Innymi słowy, konsument (osoba fizyczna, gospodarstwo domowe) dokona takiej inwestycji na rynku condonieruchomości, która przy określonych kosztach, zważywszy na gusta i inne czynniki przemawiające za uzyskaniem maksymalnego interesu jednostki, da największe zadowolenie z inwestycji.

Na rynku condonieruchomości można zaobserwować trwały trend wzrostu cen nieruchomości, przy jednoczesnym trendzie wzrostowym liczby osób inwestujących na rynku condo. Należy dodać, że w ostatnich latach, począwszy od 2012 r., z powodu korzystnej sytuacji gospodarczej zwiększeniu uległa liczba osób z wolnymi środkami finansowymi, inwestująca w obszarze condonieruchomości.

Ponieważ rynek nieruchomości jest niedoskonały, nie mają na nim zastosowania prawa wynikające z mechanizmów popytowych występujących w innych obszarach gospodarczych, decyzję o zakupach nieruchomości znacznie przewyższających ich faktyczną wartość warunkują inne mechanizmy rynkowe występujące w odniesieniu do dóbr luksusowych. Condonieruchomość jako inwestycja o znacznej wartości kierowana jest do konsumentów, którzy nie mają ograniczeń budżetowych związanych z kupnem kolejnego bądź kolejnych mieszkań. Zakup apartamentów jest wydatkiem niepowodującym ograniczeń i wyrzeczeń w zaspokajaniu podstawowych potrzeb. Jest to segment rynku gdzie zakupów inwestycyjnych dokonuje tzw. klasa średnia uzyskujące dochody przekraczające znacznie średnią krajową.

Na Rynku condonieruchomości wykształciły się mechanizmy konsumpcyjne podobne jak na rynku dóbr luksusowych, gdzie Paradoks Veblena, efekt snobizmu, efekt naśladownictwa i efekt spekulacyjny nie są niczym nadzwyczajnym.

²³ D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Mikroekonomia*, Warszawa 2007, s. 130.

Paradoks Veblena to zachowanie konsumenta polegające na demonstrowaniu możliwości konsumpcyjnych przez niektórych konsumentów. Pewne grupy konsumentów chętniej kupują droższe dobra²⁴. Podobną definicję sformułował Jarosław Poteralski, według którego nabywanie dóbr luksusowych bez względu na ich cenę, w myśl zasady „im drożej, tym lepiej” stanowi efekt demonstracji lub prestiżu²⁵. Dotyczy to przede wszystkim dóbr luksusowych, zwanych dobrami wyższego rzędu, nazywanych w teorii ekonomii dobrami Veblena²⁶. Zachowanie konsumentów oparte na mechanizmie znanym z paradoksu Veblena, można uznać za czynnik sprawczy podczas podejmowania decyzji o zainwestowaniu środków finansowych w condonieruchomość. Zachodzą dokładnie te przesłanki, o których w swojej pracy wspominał wiele lat wcześniej Thorstein Veblen, czyli wysoka, znacznie wyższa cena nieruchomości niż w przypadku nieruchomości o podobnych cechach niebędąca nieruchomością realizowaną w systemie condo. Poza wysoką ceną występuje efekt prestiżu, mianowicie umiejscowienie najczęściej w samym kurorcie wakacyjnym, bądź najbliższym sąsiedztwie. W przypadku condohoteli, umiejscowienie obiektu zazwyczaj w centrach miast, bądź dzielnicach uznawanych za prestiżowe, w sąsiedztwie centrów biznesowych, kulturalnych, a czasami w pobliżu lotnisk.

Efekt snobizmu polega na ograniczeniu zakupu dóbr, które przez innych uznawane są za interesujące i godne zakupu. Według J. Poteralskiego²⁷ efekt snobizmu to dążenie do nabywania dóbr, uznawanych za wyróżniające jedynie w wąskim gronie odbiorców. Jeżeli dzieje się to bez względu na cenę dobra, mamy do czynienia z wyjątkiem (paradoksem). Podobną zależność zauważył Tomasz Bernat, według którego konsumenci „snobistyczni” zwiększają zakupy dóbr uważanych przez nich za wyróżniające²⁸.

Ze względu na wąską grupę nabywców, z powodu ceny nieruchomości (znacznie przekraczającej jej wartość), a tym samym ograniczoną liczbę nabywców mogących zainwestować w ten segment rynku nieruchomości komercyjnych, inwestycje w condonieruchomości mogą wynikać z aspiracji, a nawet snobizmu nabywców. Jest to jeden z czynników pozafinansowych (ograniczona dostępność), decydujących o inwestycji w ten segment rynku nieruchomości.

Efekt naśladownictwa (owczego pędu) – Tomasz Bernat zauważa, że niektórzy konsumenci tym chętniej kupują dane dobro i tym bardziej je cenią, im bardziej jest ono cenione przez innych. Naśladują więc wzorce zachowań konsumpcyjnych innych konsumentów, często ignorując zasady kalkulacji ekonomicznej²⁹. Podobne obserwacje poczynił J. Poteralski, który zauważył, że konsument nabywa dobra pod wpływem ogólnych trendów, dokonuje wyborów pod wpływem zdania innych kupujących, mody, popularności danych produktów, bez uwzględniania zasad rachunku ekonomicznego³⁰. W kreowaniu popytu znany jest mechanizm psychologiczny polegający na zaangażowaniu do promocji produktu autorytetów. W odniesieniu do inwestycji na rynku nieruchomości znany jest przypadek Roberta Lewandowskiego inwestującego w Kołobrzegu, którego chciano naśladować, a apartament kupiony obok nie-

24 T. Bernat, *Mechanizm rynkowy*, WNEiZ Instytut Ekonomii, Szczecin 2017, www.mikroekonomia.net (6.11.2020).

25 D. Kopycińska et al., *Mikroekonomia*, Volumina, Szczecin 2011, s. 48.

26 Zjawisko opisane przez Thorsteina Veblena, *The Theory of the Leisure Class*, 1899.

27 D. Kopycińska et al., *Mikroekonomia...*, s. 48

28 T. Bernat, *Mechanizm rynkowy...*

29 Ibidem.

30 D. Kopycińska et al., *Mikroekonomia...*, s. 48.

go był dużo bardziej atrakcyjny. Te dwa czynniki mogą mieć istotne znaczenie przy wyborze inwestycji, w oderwaniu od kosztów z tym związanych. Nieruchomości w bezpośrednim sąsiedztwie nieruchomości wybitnego sportowca z całą pewnością zyskają na wartości. Inwestorzy na rynku condonieruchomości mogą też kierować się wyłącznie zasadą wynikającą z naśladownictwa, chcąc np. przynależeć do pewnej, wyróżniającej się grupy społecznej, inwestującej w specyficzny rodzaj nieruchomości.

Efekt spekulacyjny to oczekiwania konsumentów, co do poziomu przyszłych cen jak uważa T. Bernat. Ma to ścisły związek ze wzrostem ceny akcji, lub nieruchomości w celu osiągnięcia zysku³¹. Podobne obserwacje poczynił J. Poteralski, z których wynika, że zmiana cen w czasie ma odzwierciedlenie co do oczekiwań ich poziomu w przyszłości. Nabywcy mogą decydować się na zakup drożących dóbr w celu odroczenia w czasie negatywnych skutków dalszego wzrostu cen, bądź licząc na korzyści wynikające ze wzrostu wartości nieruchomości w przyszłości³², licząc na osiągnięcie zysku ze sprzedaży w przyszłości. Biorąc pod uwagę ciągły wzrost cen nieruchomości, efekt spekulacyjny jest istotnym czynnikiem wpływającym na podejmowanie decyzji o inwestowaniu na rynku condonieruchomości.

Innym czynnikiem wpływającym na podejmowanie decyzji o zakupie nieruchomości w systemie condo może być czynnik „oszczędzania na emeryturę”. Inwestorzy indywidualni mogą w ten sposób oszczędzać nadwyżkę środków poprzez inwestycję na rynku condo, a po spłacie kredytu zaciągniętego na zakup jednostki sprzedać nieruchomość. W korzystnej sytuacji inwestor może dodatkowo otrzymać premię wynikającą ze wzrostu wartości nieruchomości, a dodatkowo przez wiele lat otrzymywać bonus w postaci corocznego pobytu w kurorcie.

Biorąc pod uwagę wszelkie czynniki, wynikające z pozacenowych bodźców, można sformułować twierdzenie za T. Bernatem, że zmiany w czynnikach pozacenowych powodują, że mówimy o popycie, a nie o wielkości popytu³³. Z punktu widzenia indywidualnego inwestora, podejmując decyzję o inwestowaniu na rynku condonieruchomości należy rozpatrywać wszelkie pozacenowe aspekty, przy czym sama cena jednostki ma zasadniczy wpływ na podjęcie decyzji. Nie należy rozpatrywać tylko jednego czynnika, ale analizować wszystkie wymienione, bo tylko wówczas inwestor będzie miał maksymalną ilość danych aby dokonać właściwego wyboru.

Ważną pozycją warunkującą powodzenie finansowe condonieruchomości jest zespół uwarunkowań rynku lokalnego, na którym umiejscowiony jest obiekt. Należy zwrócić uwagę na konkurencję, koszty pracy, ceny nieruchomości i ceny noclegów.

Wszędzie tam, gdzie mamy do czynienia z niską konkurencją, przychody generowane przez condojednostki, ale i też przez condoobiekt, mogą być znacznie korzystniejsze.

Istotną składową kosztów funkcjonowania obiektu turystycznego zrealizowanego w systemie condo jest czynnik kosztów pracy. Przy pewnych założeniach wynik finansowy może wpływać na korzyść inwestora. Istotnym czynnikiem działającym na korzyść inwestora jest również dostęp (najlepiej nieograniczony) do wykwalifikowanego personelu. Trzeba mieć na uwadze koszty związane z przeszkoleniem personelu. Dlatego koszty pracy są istotnym czynnikiem wpływającym na zyskowność przedsięwzięcia.

Kolejną bardzo istotną przesłanką lokalnego rynku są ceny nieruchomości. Atrakcyjność lokalnego rynku nieruchomości może mieć kluczowe znaczenie dla inwestora, gdyż

³¹ T. Bernat, *Mechanizm rynkowy...*

³² D. Kopycińska et al., *Mikroekonomia...*, s. 48.

³³ T. Bernat, *Mechanizm rynkowy...*

działalność operacyjna condojednostki jest bardzo ważna, ale wzrost wartości nieruchomości stanowi istotny element procesu inwestycyjnego.

Aby uzyskać maksymalne możliwości zarobkowe ważną składową są ceny noclegów. Im wyższe tym przy pewnych warunkach zyskowność condojednostki może być większa.

Te składowe oddziałują w największym stopniu na powodzenie ekonomiczne condojednostki w odniesieniu do lokalnych uwarunkowań. Minimalizowanie kosztów i maksymalizowanie zysków przy jednoczesnym trwałym wzroście cen (wartości) nieruchomości jest sytuacją doskonałą. Dążenie do takiego stanu może spowodować sukces inwestycyjny po zakupie condojednostki.

4.5. Uwarunkowania makroekonomiczne

W gospodarce rynkowej procesy w niej występujące mają istotny wpływ na rozwój, stagnację bądź kurczenie się rynku nieruchomości, w tym condonieruchomości. Występujące procesy w ujęciu makroekonomicznym, w tym fluktuacje, wywołują wahania na rynku nieruchomości i oddziałują na całą gospodarkę, dlatego forsowany jest pogląd, że dla rozwoju rynku w długim okresie największe znaczenie mają trendy i wahania cykliczne³⁴.

Istotnym czynnikiem przemawiającym za rozwojem rynku condonieruchomości są cykle koniunkturalne³⁵ gospodarki – przyjmuje się dla poszczególnych krajów ich różną częstotliwość występowania, najczęściej co ok. 4–5 lat³⁶. Mechanizm cykli koniunkturalnych na rynku nieruchomości ma decydujący wpływ na rynek rzeczowy (popyt i podaż powierzchni), oraz rynek kapitałowy (kredyty, środki własne w tym oszczędności)³⁷. Według E. Leamera stabilny (normalny) poziom sprzedaży nieruchomości pojawia się, gdy nabywcy są pewni, że ceny nieruchomości prawdopodobnie będą rosnąć, a przynajmniej nie będą spadać³⁸.

Cykle koniunkturalne są ściśle powiązane ze stabilizacją i pewnością zatrudnienia oraz wysokością wynagrodzeń, co istotnie wpływa na zachowania konsumenckie w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Decydującymi czynnikami występującymi w gospodarce oraz poważnie wpływającymi na rozwój rynku condonieruchomości są także: inflacja, PKB, polityka interwencyjna państwa, w tym podatkowa oraz średnie oprocentowanie depozytów i poziom wynagrodzeń, w tym wskaźnik bezrobocia.

Inflacja – wzrost gospodarczy oraz procesy zachodzące w gospodarce powodują powstanie wielu zjawisk, a jednym z nich jest inflacja, która w literaturze określana jest jako systematyczny wzrost kosztów czynników produkcji, lub też wzrost cen poszczególnych towarów lub usług w określonym okresie, niedostosowanym do wzrostu wynagrodzeń. Innymi słowy, zachodzi zjawisko utraty wartości pieniądza, a tym samym spadek możliwości zakupowych

³⁴ E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 83.

³⁵ D. Begg et al., *Makroekonomia*, Warszawa 2003, s. 340.

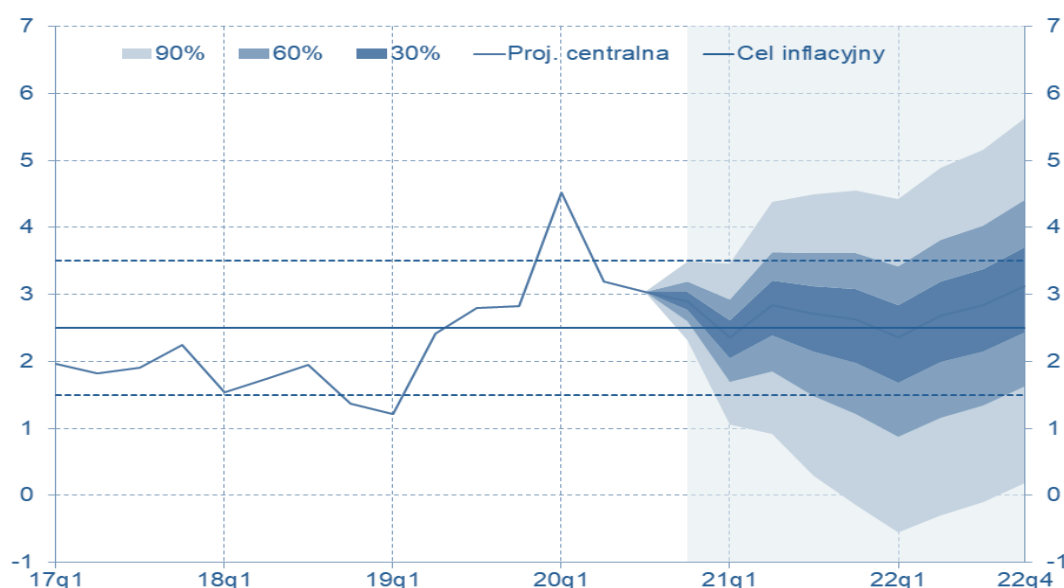
³⁶ J. Borowiec, Globalizacja cykli koniunkturalnych na przykładzie Unii Europejskiej, strefy Euro, Stanów Zjednoczonych i Japonii, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2015, nr 226, s. 10, <http://yadda.icm.edu.pl> (2.11.2020).

³⁷ G.R. Mueller, *Understanding Real Estates Physical and Financial Market Cycles*, t. 12, Chicago 1991, s. 47; J.C. Downs Jr., *Principles of Real Estate Management*, Chicago 1991, s. 33.

³⁸ E. Leamer, *Hausing is the Busines Cycle*, NBER Working Paper No 13428, Cambridge 2007, s. 25, www.nber.org (12.11.2020).

konsumentów. Następuje dysproporcja między wzrostem cen a poziomem wynagrodzeń. Mówi się wtedy o słabnącym pieniądzu. Od 2004 roku Rada Polityki Pieniężnej wyznaczyła cel inflacyjny na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 p.p.³⁹ Pomimo różnic w definicjach inflacji bazowej, które można znaleźć w literaturze, zwykle przyjmuje się, że inflacja bazowa jest tą częścią inflacji, która jest związana z oczekiwaniami inflacyjnymi i presją popytową oraz która jest niezależna od szoków podażyowych. Z punktu widzenia banku centralnego najważniejsze wydają się być następujące cechy inflacji bazowej:

- przybliża średnio- i długookresowy trend wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w gospodarce,
- ilustruje tendencje zmian cen oczyszczone z silnych wahań periodycznych i sezonowych oraz powstałych na skutek szoków podażyowych, które najczęściej mają charakter przejściowy,
- wskazuje na tę część inflacji, której związek z prowadzoną polityką pieniężną jest silniejszy niż w przypadku pozostałych części,
- jest przydatna w analizach (*ex-post*) kierunku i skali wpływu prowadzonej polityki pieniężnej na inflację,
- jej miary charakteryzują się na ogół mniejszą zmiennością w czasie niż wskaźniki inflacji CPI⁴⁰.



Rysunek 4.1. Przebieg inflacji w okresie od stycznia 2017 do kwietnia 2022 roku

Źródło: Polityka pieniężna, www.nbp.pl (15.11.2020).

Szczególnie dotkliwa dla inwestora jest utrata wartości zgromadzonych środków finansowych i tym samym brak możliwości dysponowania nimi w takim stopniu jak przed skutkami inflacji, brak możliwości zwrotu z inwestycji. W poniższych obliczeniach przedstawiono

³⁹ G. Gurbin, *Rynek nieruchomości w otoczeniu niskich stóp procentowych w Polsce w latach 2004–2014*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2016, nr 45/1.

⁴⁰ <https://www.nbp.pl> (15.11.2020).

zmiany wywołane inflacją. Aby zobrazować skutki inflacji i jej wpływ na rynek nieruchomości, w tabeli 4.1 przedstawiono cenę 1 m² powierzchni użytkowej budynku w latach 1999–2020.

Tabela 4.1. Cena 1 m² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania

Rok	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
	(w zł)			
2020	4 567	5 000	4 987	5 012
2019	4 388	4 484	4 376	4 597
2018	4 132	4 294	4 385	4 139
2017	4 424	4 014	4 097	4 145
2016	4 177	4 063	3 976	4 000
2015	3 926	4 066	3 961	3 925
2014	4 129	4 141	3 880	3 984
2013	4 019	3 879	3 975	4 228
2012	4 130	4 103	3 915	3 837
2011	3 797	3 819	3 988	3 829
2010	4 372	4 433	4 657	3 979
2009	3 895	3 924	3 783	3 964
2008	2 970	3 186	3 478	3 631
2007	2 683	2 650	3 041	2 890
2006	2 560	2 445	2 557	2 619
2005	2 505	2 336	2 528	2 388
2004	2 412	2 562	2 386	2 195
2003	2 071	2 332	2 117	2 432
2002	2 400	2 400	2 484	2 330
2001	2 350	2 490	2 700	2 500
2000	2 245	2 280	2 300	2 300
1999	1 960	2 150	2 200	2 220

Źródło: Cena 1m² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania, www.stat.gov.pl, (15.11.2020).

Aby wykazać utratę wartości realnej pieniądza przedstawiono wyliczenia na podstawie kalkulatora inflacji zamieszczonego na stronach Ministerstwa Finansów.

Tabela 4.2. Inflacja w latach 2000–2020

Kwota	400000.0	400000.0	400000.0	400000.0
Okres	11/2000 – 11/2020	11/2005 – 11/2020	11/2010 – 11/2020	11/2015 – 11/2020
Wartość inflacji	53.45	36.17	17.97	9.93
Wartość dóbr	260669.93	293748.22	339070.74	363879.81

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów, www.finance.mf.gov.pl (15.11.2020).

Przez 20 lat zaobserwowano ciągły wzrost wartości nieruchomości oraz ciągły wzrost inflacji – dwa czynniki negatywnie wpływające na wartość pieniądza. Do obliczeń liczby zakupu metrów kwadratowych powierzchni mieszkalnej w poszczególnych latach przyjęto kwotę 400 tys. zł, równowartość ok. 100 tys. Euro⁴¹. Łatwo zauważyć można, że w III kwartale 2000 roku 1 m² powierzchni mieszkalnej wyceniany był na 2300 zł⁴². Za kwotę 400 tys. zł można było wówczas nabyć blisko 174 m² powierzchni mieszkalnej.

Tabela 4.3. Liczba m² kupowana w poszczególnych latach

Kwota	Cena m ²	Ilość zakupionych m ²	Rok
400 000	2300	174	2000
400 000	2528	158	2005
400 000	3657	109	2010
400 000	3965	101	2015
400 000	5000	80	2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.stat.gov.pl.

Z zaprezentowanych danych w tabeli 4.3 należy wysunąć wniosek, że zgromadzone środki finansowe z każdym rokiem pozwalają nabyć coraz mniej powierzchni mieszkaniowej. Podobne zjawisko obserwuje się analizując wyniki. Środki w kwocie 400 tys. zł w 2000 roku, stanowią jedynie nieco ponad 260 tys. w 2020 roku. Na podstawie tych tylko wyników zauważyć należy dwa trendy:

1. Spadek siły nabywczej pieniądza w stosunku do grupy towarów spoza rynku nieruchomości.
2. Zmniejszająca się liczba metrów kwadratowych nieruchomości mieszkalnych jaką możemy kupić za określoną sumę znacznie przewyższającą inflację.

Inflacja wpływa na rynek condonieruchomości dokładnie tak samo jak na rynek nieruchomości mieszkaniowych. Z uwagi na brak danych można jedynie mówić o tendencjach wzrostowych. Rynek condonieruchomości jest rynkiem młodym, a na rynku wtórnym obejmującym ten rodzaj nieruchomości można znaleźć jedynie pojedyncze oferty sprzedaży condojednostek. Ceny nieruchomości na rynku wtórnym w systemie condo nie odbiegają od cen

⁴¹ Kurs euro wg NBP z dnia 04.11.2002r, 1€ = 3,9763 zł.

⁴² Cena 1m² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania w wybranych latach, www.stat.gov.pl (15.11.2020).

na rynku pierwotnym, oczywiście w odniesieniu do obecnie obowiązujących cen nieruchomości. Należy pamiętać, że ceny nieruchomości wykazują tendencje wzrostowe nieprzerwanie od początku istnienia condonieruchomości w Polsce.

Produkt Krajowy Brutto – czyli całkowita wartość wszystkich dóbr i usług wytworzona na terytorium kraju przez wszelkie podmioty i osoby uczestniczące w życiu gospodarczym mierzone w pewnym okresie, najczęściej przez jeden rok. Wzrost PKB świadczy o tendencji wzrostowej w gospodarce, co ma bezpośrednie przełożenie na wartość wskaźników gospodarczych. Jednym z podstawowych, zarazem głównych wskaźników, na który należy zwrócić szczególną uwagę, jest wskaźnik nastrojów lub zaufania konsumentów.

Zaufanie konsumentów jest czynnikiem determinującym wielkość wydatków gospodarstw domowych, co wpływa na poziom dochodów przedsiębiorstw i poziom zatrudnienia. Innym wskaźnikiem determinującym PKB jest wskaźnik określający wysokość pozwoleń na budowę, oraz nowo wybudowane domy⁴³. Spadek zaufania konsumentów wyprzedza spadek aktywności gospodarczej. Osoby indywidualne zaniepokojone utratą dochodów będą wykazywać mniejsze zapotrzebowanie na dobra i usługi i nie będą finansowały zakupu dóbr trwałego użytku kredytem bankowym⁴⁴. Wzrost zaufania konsumentów oznacza, że będą oni zwiększać swoje wydatki, co w konsekwencji doprowadzi do wzrostu gospodarczego, nastąpi zwiększenie zapotrzebowania na kredyty⁴⁵. Rynek nieruchomości na fali wzrostu optymizmu będzie wykazywał tendencje wzrostowe w zakresie cen nieruchomości, natomiast w przypadku braku optymizmu konsumentów nastąpią spadki wolumenu zawieranych umów sprzedaży, co doprowadzi do obniżki cen i tym samym wartości nieruchomości. W odniesieniu do condonieruchomości spadek optymizmu oraz niepewności na rynku pracy może mieć bezpośrednie przełożenie na wydatki poniesione w segmencie ruchu turystycznego. Odwrotną tendencję obserwuje się w sytuacji wzrostu zaufania konsumentów i braku obaw o spadek dochodów, wówczas ceny nieruchomości będą się zwiększały.

Wraz ze wzrostem PKB następuje wzrost zamożności społeczeństwa, to z kolei zwiększa zapotrzebowanie na dobra jakościowo wyższej klasy. Takim dobrem są condoapartamenty. Wraz ze wzrostem PKB wzrasta zapotrzebowanie na obiekty turystyczne o wyższym standardzie. To powoduje wzrost wydatków w obszarze turystyki.

Tabela. 4.4. Prognozowany poziom PKB

PKB r/r, %	2020	2021	2022
Lipiec 2020	-5,4	4,9	3,7
Listopad 2020	-3,5	3,1	5,7

Źródło. www.nbp.pl (17.11.2020).

Po chwilowym spadku PKB w 2020 roku na skutek ogólnoświatowej pandemii wywołanej wirusem SARS-CoV-2, prognozy na kolejne lata według analityków NBP są optymistyczne, co przełoży się na wzrost zaufania konsumentów. W przyszłości należy spodziewać się wzrostu

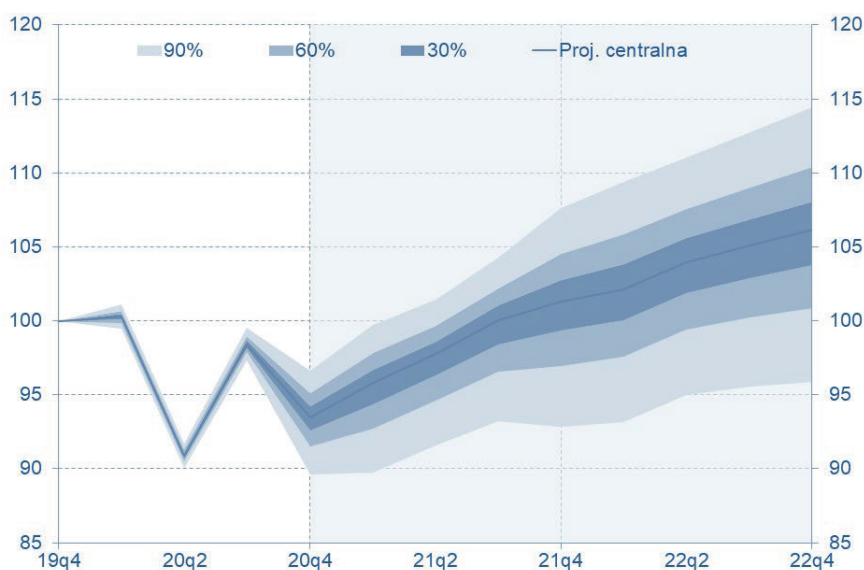
⁴³ H.B. Mayo, *Inwestycje*, Warszawa 2019, s. 395.

⁴⁴ Ibidem, s. 396.

⁴⁵ Ibidem.

zapotrzebowania na nieruchomości i tym samym wzrostu cen, co będzie miało istotny wpływ na zwiększenie aktywności gospodarczej.

Wzrost PKB powoduje wzrost presji cenowej i zarazem wzrost presji płacowej. Te dwa czynniki powodują wzrost konsumpcji. Po zaspokojeniu podstawowych potrzeb egzystencjalnych, ludzie wydają wolne środki na zaspokojenie potrzeb wyższego rzędu zgodnie z piramidą potrzeb Masłowa. Potrzeby poznawcze, estetyczne i duchowe są w okolicach szczytu tej piramidy. Dlatego po zapewnieniu podstawowych potrzeb, jednym z rynków, na których człowiek może zaspokajać potrzeby wyższego rzędu jest rynek turystyczny. Dlatego tutaj upatruje się wzrostów zapotrzebowania, z jednej strony na nieruchomości w tym condonieruchomości, a z drugiej strony na wypoczynek o podwyższonym standardzie, a taki oferują condoapartamenty.



Rysunek 4.2. Zmiany poziomu PKB (Q4 2019 = 100) w poszczególnych latach

Źródło. <https://www.nbp.pl> (16.11.2020).

Wynagrodzenia i poziom zatrudnienia w gospodarce. Wysokość wynagrodzeń oraz poziom zatrudnienia mają istotny wpływ na stabilność wzrostowych procesów gospodarczych oraz zapotrzebowania na dobra i usługi. Stabilny poziom zatrudnienia generuje zwiększony ruch konsumentów w różnych obszarach rynku, w tym rynku nieruchomości. W grudniu 2014 roku przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było wyższe o 1,1% r/r i wyniosło 5549,1 tys., a przeciętne miesięczne wynagrodzenie (brutto) było wyższe o 3,7% r/r i wyniosło 4379,26 zł. Dane ujęto w tabeli 4.5.

Tabela 4.5. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2014 roku

Wyszczególnienie	XII 2014			I–XII 2014
	w liczbach bezwzględnych	XI 2014=100	XII 2013=100	I–XII 2013=100
Sektor przedsiębiorstw				
Zatrudnienie w tys.	5549,1	100,0	101,1	100,6
Przeciętne wynagrodzenie ogółem (brutto) w zł	4379,26	109,4	103,7	103,7
w tym bez wypłat z zysku	4378,45	109,3	103,8	103,7

Źródło: GUS, www.stat.gov.pl (18.11.2020).

W grudniu 2019 roku przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było wyższe o 2,6% r/r i wyniosło 6396,0 tys., a przeciętne miesięczne wynagrodzenie (brutto) było wyższe o 6,2% r/r i wyniosło 5604,25 zł, co ujęto w tabeli 4.6.

Tabela 4.6. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2019 roku

Wyszczególnienie	XII 2019			I–XII 2019
	w liczbach bezwzględnych	XI 2019=100	XII 2018=100	I–XII 2018=100
Przeciętne zatrudnienie w tys.	6396,0	100,0	102,6	102,7
Przeciętne wynagrodzenie ogółem (brutto) w zł	5604,25	107,2	106,2	106,5
w tym bez wypłat z zysku	5603,66	107,2	106,2	106,5

Źródło: GUS, www.stat.gov.pl (18.11.2020).

W lutym 2020 roku przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było wyższe o 1,1% r/r i wyniosło 6445,9 tys., a przeciętne miesięczne wynagrodzenie (brutto) było wyższe o 7,7% r/r i wyniosło 5330,48 zł, co zaprezentowano w tabeli 4.7.

Tabela 4.7. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w lutym 2020 roku

Wyszczególnienie	II 2020			I–II 2020
	w liczbach bezwzględnych	I 2020=100	II 2019=100	I–II 2019=100
Przeciętne zatrudnienie w tys.	6445,9	100,1	101,1	101,1
Przeciętne wynagrodzenie ogółem (brutto) w zł	5330,48	100,9	107,7	107,3
w tym bez wypłat z zysku	5330,47	100,9	107,7	107,3

Źródło: GUS, www.stat.gov.pl (18.11.2020).

W sierpniu 2020 roku przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było niższe o 1,5% r/r i wyniosło 6295,0 tys., natomiast przeciętne miesięczne wynagrodzenie (brutto) było wyższe o 4,1% r/r i wyniosło 5337,65 zł. Dane dotyczące tego okresu ujęto w tabeli 4.8.

Tabela 4.8. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu 2020 roku

Wyszczególnienie	VIII 2020			I–VIII 2020
	w liczbach bezwzględnych	VII 2020=100	VIII 2019=100	I–VIII 2019=100
Przeciętne zatrudnienie w tys.	6295,0	100,7	98,5	99,1
Przeciętne wynagrodzenie ogółem (brutto) w zł	5337,65	99,2	104,1	104,3
w tym bez wypłat z zysku	5337,46	99,3	104,1	104,3

Źródło: GUS, www.stat.gov.pl (18.11.2020).

Stabilna sytuacja na rynku pracy oraz ciągły wzrost wynagrodzeń powoduje optymistyczne nastroje wśród konsumentów zarówno w obszarze ruchu turystycznego, jak i nabywania nieruchomości, w tym nieruchomości o charakterze inwestycyjnym. Należy dodać, że wzrost przeciętnego wynagrodzenia brutto pomiędzy rokiem 2014 a sierpniem 2020 roku wynosi 958,39 zł, czyli w stosunku do 2014 roku nastąpił wzrost o blisko 22%. Wzrost nastąpił również w obszarze liczby osób zatrudnionych – w sierpniu 2020 roku pracowało 6 295 000 osób, a w 2014 roku – 5 549 100, czyli o 745 900 osób więcej. Wzrost w stosunku do 2014 roku jest znaczny i wynosi blisko 13,5%. Korzystne wskaźniki na rynku pracy oraz w poziomie wynagrodzeń w istotny sposób wpływają na tendencje wzrostowe w gospodarce, w tym w znacznej części na rynek nieruchomości.

Permanentny wzrost wynagrodzeń, który obserwuje się od wielu lat, zgodny z danymi zamieszczonymi w tabelach 4.5 do 4.8, powoduje realny wzrost zamożności społeczeństwa. Wzrost zamożności powoduje zapotrzebowanie na dobra wyższego rzędu, takimi są condonieruchomości. Dobrami wyższego rzędu jest również popyt na usługi turystyczne o podwyższonym standardzie. Takie usługi oferują operatorzy działający w obszarze wynajmu condoapartamentów. Idąc dalej należy zwrócić uwagę na fakt, że tylko realny wzrost wynagrodzeń może powodować znaczące zapotrzebowanie na tego typu usługi. Zmiana wynagrodzeń na niekorzyść pracowników powoduje niepewność oraz ograniczanie konsumpcji, w tym korzystania z dóbr, które można zastąpić tańszymi, choć mniej komfortowymi.

Wysokość stóp procentowych – ma zasadnicze znaczenie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Ustalane przez NBP (Radę Polityki Pieniężnej) wysokości stóp procentowych powodują większą bądź mniejszą opłacalność lokowania środków finansowych na lokatach oszczędnościowych. Ustalając wysokość oprocentowania, NBP wpływa na koszty kredytu oraz na zwiększenie lub wstrzymanie akcji kredytowej przez sterowanie kosztem kredytu.

W obecnej rzeczywistości gospodarczej zaobserwować można trend spadkowy wysokości stóp procentowych (por. tab. 4.9).

Aktualnie w związku procesami pocovidowymi obserwuje się wzrost inflacji na skutek polityki gospodarczej rządu w roku 2020. Rada Polityki Pieniężnej (w 2021 r.) podjęła dwukrotnie decyzję o podwyżce stóp procentowych, co ma zapobiec wzrostom inflacji. Stopy procentowe pomimo podwyżki pozostają na niskim poziomie.

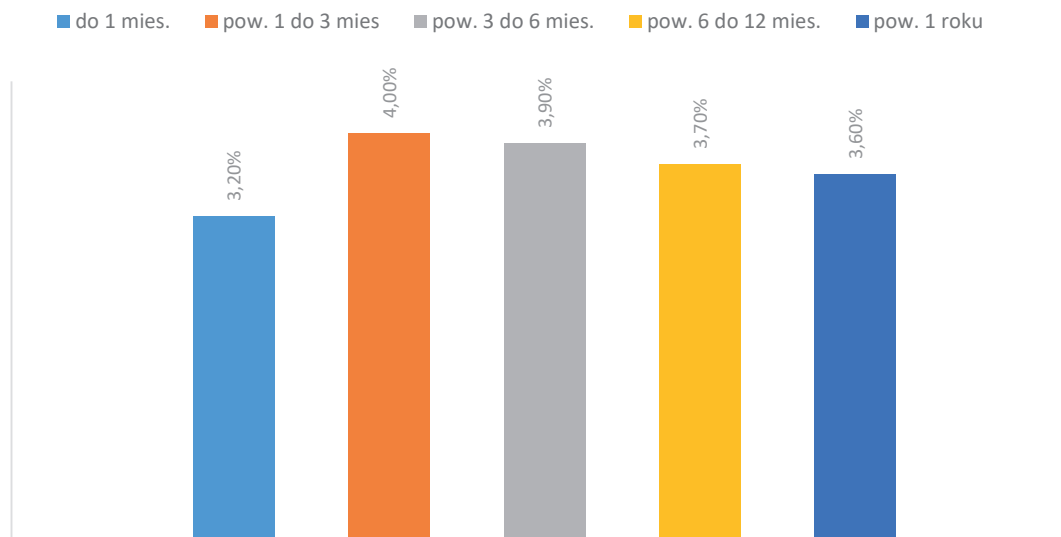
Tabela 4.9. Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2010–2020

Obowiązuje od	Stopa referencyjna	Stopa lombardowa	Stopa depozytowa	Stopa redyskontowa weksli	Stopa dyskontowa weksli
2010					
2010-01-01	3,50	5,00	2,00	3,75	4,00
2011					
2011-01-20	3,75	5,25	2,25	4,00	*
2011-04-06	4,00	5,50	2,50	4,25	*
2011-05-12	4,25	5,75	2,75	4,50	*
2011-06-09	4,50	6,00	3,00	4,75	*
2012					
2012-05-10	4,75	6,25	3,25	5,00	*
2012-11-08	4,50	6,00	3,00	4,75	*
2012-12-06	4,25	5,75	2,75	4,50	*
2013					
2013-01-10	4,00	5,50	2,50	4,25	*
2013-02-07	3,75	5,25	2,25	4,00	*
2013-03-07	3,25	4,75	1,75	3,50	*
2013-05-09	3,00	4,50	1,50	3,25	*
2013-06-06	2,75	4,25	1,25	3,00	*
2013-07-04	2,50	4,00	1,00	2,75	*
2014					
2014-10-09	2,00	3,00	1,00	2,25	*
2015					
2015-03-05	1,50	2,50	0,50	1,75	*
2020					
2020-03-18	1,00	1,50	0,50	1,05	1,10
2020-04-09	0,50	1,00	0,00	0,55	0,60
2020-05-29	0,10	0,50	0,00	0,11	0,12

Źródło: NBP, www.nbp.pl (18.11.2020).

Na rys. 4.3 przedstawiono zyski od zainwestowanego kapitału na lokacie bankowej. W zależności od typu lokaty zyski były nieco większe w stosunku rocznym niż na lokacie 1-mies.

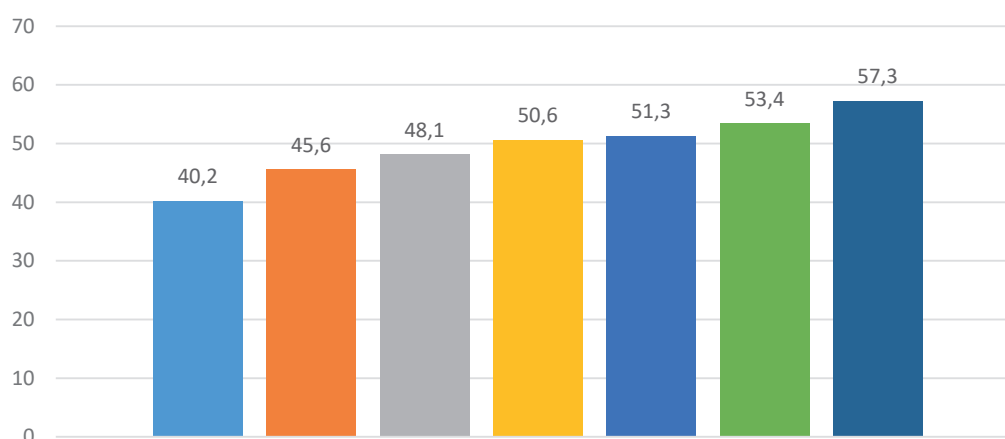
Inwestując 100 tys. zł w 2014r po 13-latach osiągnano zyski od 40,2 tys. zł do 57,3 tys. w zależności od typu lokaty na której zdeponowano środki finansowe.



Rysunek 4.3. Średnie oprocentowanie lokat w okresie 13 lat

Źródło: Lokaty długoterminowe lepiej omijać szerokim łukiem, <https://www.finance.egospodarka.pl/art/galeria/138663,Lokaty-dlugoterminowe-lepiej-omijac-szerokim-lukiem,4,60,1.html>, dostęp 27.09.2021.

Na rys. 4.4 przedstawiono średnie oprocentowanie lokat bankowych w okresie 2004 do 2017 roku. Zauważyć należy, że średnioroczne oprocentowanie lokat bankowych jest na poziomie 3,6% dla lokat powyżej jednego roku. Stanowi to jedynie połowę wartości średniego zwrotu w inwestycje w condonieruchomość w tym samym czasie. Premia dla inwestora za ryzyko związane z angażowaniem środków finansowych na rynku condonieruchomości stanowi ok 100% tego, co można uzyskać lokując środki finansowe na lokacie bankowej.



Rysunek 4.4. Zysk z lokat po 13 latach inwestycji w wybrany typ depozytów (kapitał 100 tys. zł)

Źródło: Lokaty długoterminowe lepiej omijać szerokim łukiem, <https://www.finance.egospodarka.pl/art/galeria/138663,Lokaty-dlugoterminowe-lepiej-omijac-szerokim-lukiem,4,60,1.html>, dostęp 27.09.2021.

Przy tak niskich stopach procentowych, jakie oferują banki w 2020 roku, oprocentowanie lokat w największych bankach⁴⁶ nie przekracza 2% w skali roku przy dodatkowych obwarowaniach i ograniczeniach sumy lokaty i czasu jej trwania. Niskie oprocentowanie lokat bankowych i wynikające z tego niskie dochody powodują ucieczkę od tego rodzaju inwestycji w kierunku przedsięwzięć o większym potencjale dochodowym oraz obarczone mniejszym ryzykiem. Niski koszt kredytu pozwala na rozważenie inwestycji z zaangażowaniem własnego kapitału oraz kredytu bankowego w przedsięwzięcia inwestycyjne o większej wartości. Jednym z miejsc, w które inwestorzy indywidualni lokują środki finansowe oraz zdolność kredytową, może być rynek nieruchomości. Znaczną część rynku nieruchomości komercyjnych w obszarze rynku nieruchomości turystycznych i wypoczynkowych stanowią condonieruchomości.

Analizując mechanizmy gospodarcze występujące w ujęciu makroekonomicznym należy wziąć pod uwagę uwarunkowania podatkowe. Formę opodatkowania oraz formę prawną prowadzonego przedsięwzięcia należy przeanalizować pod kątem obowiązujących przepisów. Inwestowanie na rynku nieruchomości wymaga znacznych środków finansowych i dogłębna analiza poszczególnych aspektów w odniesieniu do czynników makroekonomicznych może pomóc w uniknięciu popełnienia błędu, a tym samym zwiększenia opłacalności inwestycji.

⁴⁶ www.pekao.com.pl (18.11.2020).

Metody badawcze

W celu identyfikacji determinant wpływających na optymalizację zysków z inwestycji na rynku condonieruchomości dokonano analizy oraz wyodrębnienia wskaźników mających największy wpływ na opłacalność inwestycji przy określonym poziomie występującego ryzyka. Wyznaczono następujące, podstawowe cele:

1. Diagnostyczny – zidentyfikowanie mechanizmów występujących na rynku condonieruchomości w odniesieniu do generowanych przychodów.
2. Poznawczy – realizowany przez wyodrębnienie determinant mających największy wpływ na maksymalizację zysków przy udziale występującego ryzyka.
3. Predyktywny – pozwalający przewidzieć kształt i wielkość rynku, a także mechanizmy na rynku condonieruchomości w przyszłości. Szczególnie w odniesieniu do czynników ekonomicznych, jak również otoczenia prawnego i gospodarczego.

Weryfikując hipotezy oraz realizując cele rozprawy i zadania badawcze wyodrębniono wiele mierników i kryteriów w obrębie rynku condonieruchomości.

Na podstawie przeprowadzonych badań wyodrębniono poniższe determinanty mające istotny wpływ na optymalizację zysków inwestorów na rynku condonieruchomości.

W tym celu szczegółowej analizie poddano 6 condojednostek w ośrodkach o znacznym natężeniu ruchu turystycznego w różnych miejscach Polski :

- Hotel Aries Residence & SPA w Szczyrku,
- Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba,
- Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station,
- Eco Masuria Frombork,
- Radisson Resort Kołobrzeg,
- Baltin Hotel & Spa Mielenko

Doboru dokonano w taki sposób, aby dane odpowiadały zbliżonemu do średniej poziomu wi ceny, wielkości, uzyskiwanym rocznym przychodom na danym terenie. Nadmienić należy, że inwestor rozważający zakup condojednostki bierze pod uwagę kilka nieruchomości spośród których wybiera tę, która w jego ocenie jest najbardziej atrakcyjna. Zazwyczaj podczas rozważań ocenia condojednostki w różnych lokalizacjach, najczęściej wybór pada na lokalizacje w pasie nadmorskim i górskim, rzadziej na Mazurach.

Zdarzają się inwestorzy dokonujący zakupu pokoju w condohotelu. W celu wykazania różnic analizie poddano nieruchomości wcześniej wymienione. Te nieruchomości są zróżnicowane w taki sposób, aby możliwym było przeanalizowanie najważniejszych cech. Ponadto z uwagi na niewielką liczbę condohoteli i tym samym mniejszy materiał badawczy w tym zakresie, wyboru dokonano w oparciu o możliwe do zdobycia materiały w Warszawie i na Mazurach, konkretnie we Fromborku. Dane nie odzwierciedlają całego, a nawet części rynku, a jedynie dotyczą wymienionych 6-ciu lokalizacji. Ponadto indywidualny inwestor rozważający

inwestycje na rynku condo doboru dokonuje spośród maksymalnie 3-4 inwestycji. Dla zobrażenia mechanizmów przedstawiono 6 inwestycji.

W rozdziale 6 zaprezentowano dane dotyczące 334 condoodjednostek w różnych lokalizacjach oferowanych przez deweloperów do sprzedaży w latach 2015–2020.

Ponadto przeprowadzono analizę ryzyka, gdzie wykorzystano dane portalu „Inwestycje w kurortach” dotyczącą 65 obiektów działających na podstawie modelu condo i 8134 condoodjednostek (<https://www.inwestycjewkurortach.pl/>).

Na podstawie badania ankietowego uzyskano wiedzę o 6339 lokalach, co stanowi 78% wszystkich condoodjednostek w 65 obiektach w Polsce. Dane i wnioski zaprezentowano w rozdziale 6.3.

Przeanalizowano umowy dotyczące 334 condoodjednostek w zakresie kupna oraz wynajmu i obsługi tych nieruchomości. Jest to 1336 (po 4 dla każdej condoodjednostki) umów dotyczących:

- sprzedaży przedwstępnej (w formie aktu notarialnego),
- sprzedaży nieruchomości (w formie aktu notarialnego),
- umowy zakupu wyposażenia
- umowy najmu z operatorem.

Materiał badawczy pozyskano od:

- deweloperów,
- sprzedawców nieruchomości,
- operatorów hotelowych
- oraz przeprowadzono wizję lokalną we wszystkich 6-ciu wymienionych obiektach, których dotyczy szczegółowa analiza.

5.1. Kryteria i mierniki opłacalności inwestycji

Oceny efektywności ekonomicznej inwestycji dokonano przy zastosowaniu wartości bieżącej netto (*net present value* – NPV, także: wartość zaktualizowana netto, wartość obecna netto) wyznaczając wskaźnik NPV. Obliczenia wskaźnika NPV dokonano dla wyszczególnionych niżej kryteriów oraz okresów 5, 10, 15 i 20 lat. Kryteria dobrano na podstawie wniosków z analizy zapisów umownych, w szczególności zwracając uwagę na nieścisłości pomiędzy wartościami rzeczywistymi, a umownymi zwrotami z zainwestowanego kapitału. Obliczeń dokonano na podstawie wzoru:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0$$

gdzie:

NPV – wartość bieżąca netto,

CF_t – przepływy gotówkowe (netto) w okresie t ,

r – stopa dyskonta,

I_0 – nakłady początkowe (wartość condonieruchomości),

t – kolejne okresy (lata) eksploatacji inwestycji.

Wartość stopy dyskonta dla wszystkich inwestycji przyjęto na poziomie $r = 3\%$ (sposób w jaki dokonano wyznaczenie wskaźnika przedstawiono w dalszej części), na podstawie identycznych kryteriów jak dla stopy dyskonta dla wyznaczenia wewnętrznej stopy zwrotu

(*Internal Rate of Return* – IRR). Do obliczeń zastosowano narzędzia w postaci formuł arkusza kalkulacyjnego Microsoft Excel. Dla każdej z 6-ciu inwestycji dokonano obliczeń identycznych wskaźników, przy zastosowaniu dokładnie tych samych parametrów, za wyjątkiem tych, gdzie z uwagi na charakter przedsięwzięcia nie występowały określone zdarzenia.

URP-1 (zł) – umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem. Kryterium charakteryzuje się zawartym w umowie stałym zwrotem procentowym (%) w stosunku rocznym obliczanym od wysokości zainwestowanego kapitału. Zwrot obliczany jest od wartości netto condonieruchomości, do obliczenia rocznego przychodu nie jest brana wartość wyposażenia. W zależności od zapisów umownych nie w każdym przypadku operator wypłaca wynagrodzenie od zainwestowanych środków finansowych na zakup miejsca parkingowego.

URP-2 (zł) – umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem, pomniejszony o wartość podatku od nieruchomości i ubezpieczenia. Wynagrodzenie roczne wypłacane jak w przypadku URP-1, pomniejszone o wysokość podatku od nieruchomości i składkę ubezpieczenia.

URPPW-1 (zł) – umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem uwzględniający pobyt właścicielski. Wysokość przychodu rocznego obliczane jak w przypadku URP-1 pomniejszone o koszt pobytu właścicielskiego w przypadku wykorzystania przysługującego uprawnienia.

URPPW-2 (zł) – umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem uwzględniający pobyt właścicielski oraz podatek od nieruchomości i ubezpieczenie lokalu. Wysokość rocznego wynagrodzenia właściciela zgodne z umową z operatorem, obliczane jak w przypadku URPPW-1, pomniejszone o wysokość podatku od nieruchomości i składkę ubezpieczenia.

HRPR-1 (zł) – hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty od pełnej ceny lokalu. Obliczony roczny przychód od ceny lokalu wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym, zgodnie ze stawką procentową zawartą w umowie z operatorem. Analizując umowy z operatorami dostrzeżono, że wynagrodzenie nie jest wypłacane od całkowitej kwoty zainwestowanej w condonieruchomość. HRPR-1 obliczono z uwzględnieniem kosztów takich składników, jak wyposażenie, miejsce parkingowe i nieruchomość i od całości obliczono umowną stopę zwrotu w procentach, dla takiej stawki jak w URP-1.

HRPRPW (zł) – hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty od ceny całkowitej lokalu uwzględniający pobyt właścicielski. Obliczony roczny przychód od wartości lokalu wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym zgodnie ze stawką procentową zawartą w umowie z operatorem. Zasada obliczania tej wartości identycznie jak HRPR-1 pomniejszone o wartość pobytu właścicielskiego.

RRP100 (zł) – rzeczywisty roczny przychód od inwestycji w condonieruchomość dla zainwestowanej kwoty 100 tys. zł. Wartość obliczona przy zastosowaniu stawki procentowej zgodnej z wartością HRRZI (miarę HRRZI zdefiniowano i opisano dalej).

RPUKRL-1 (%) – roczny przychód umowny dla rzeczywistej ceny lokalu, przychód umowny wynikający z zawartej umowy z operatorem w odniesieniu do rzeczywistej wartości lokalu (lokal + wyposażenie + parking). Obliczany w następujący sposób: wartość umowna rocznego przychodu, np. 7% w zestawieniu z kosztem całkowitym – rzeczywistym lokalu wraz ze składnikami.

RPUKRL-2 (%) – wartość obliczona jak w RPUKRL-1, pomniejszona o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia.

RPUKRLPW (%) – roczny przychód umowny dla ceny rzeczywistej lokalu, przychód wynikający z zawartej umowy z operatorem w odniesieniu do rzeczywistej wartości lokalu (lokal

+ wyposażenie + parking) z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego. Wartość obliczona jak w przypadku RPUKRL-1, pomniejszona o koszt pobytu właścicielskiego.

UWC (zł) – umowna wartość condonieruchomości, od której operator będzie wypłacał czynsz. W większości przypadków jest to wartość condonieruchomości bez wyposażenia, sporadycznie powiększana o wartość miejsca parkingowego, od którego naliczany jest roczny czynsz.

RWC (zł) – rzeczywista wartość condonieruchomości. Rzeczywista cena condonieruchomości powiększona o wartość wyposażenia i parkingu niezbędna do zawarcia umowy najmu z operatorem.

PUZI (%) – procentowy, umowny zwrot z inwestycji (zgodny z zawartą z operatorem umową na wynajem condoniednostki), czynsz wynikający z umowy w procentach. Wskaźnik umowny odzwierciedlający roczny zwrot z zainwestowanego kapitału obliczany na podstawie identycznych wartości jak w przypadku URP-1.

HRRZI (%) – hipotetyczny roczny rzeczywisty zwrot z inwestycji, przychód w procentach, wartość obliczana na podstawie tych samych wartości jak HRPRPW.

LZI (%) – luka zwrotu inwestycyjnego pomiędzy umowną, a hipotetyczną rzeczywistą wielkością czynszu w procentach. Obliczana według zasady $PUZI - HRPRPW = LZI$. Zapisy umowne określające wysokość czynszu rocznego po zastosowaniu mechanizmu obliczenia rocznego czynszu dla condonieruchomości powodują powstanie luki, wynikającej z naliczania rocznego czynszu, bez uwzględnienia wyposażenia.

LRRP100 (%) – luka w rzeczywistym, rocznym przychodzie od inwestycji w condonieruchomość dla wartości 100 tys. zł. Luka w dochodach z zainwestowanego kapitału w zł. Powstała z identycznego powodu jak LZI.

LUWCRWC (zł) – luka w wartości pomiędzy umowną wartością condonieruchomości, a rzeczywistą wartością condonieruchomości. Najczęstszą przyczyną powstania luki między umowną wartością a rzeczywistą jest wartość wyposażenia, rzadziej miejsca parkingowego.

LUPRP (zł) – luka między umownym, rocznym przychodem a rzeczywistym rocznym przychodem. Wartość podawana w zł, wynikająca z naliczania czynszu rocznego z pominięciem wartości wyposażenia, które stanowi w skrajnych przypadkach 15% wartości inwestycji.

IRR (%) – wewnętrzna stopa zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR), metoda oceny efektywności projektów inwestycyjnych. Metoda złożona, oparta na stopie procentowej (dyskontowej), przy uwzględnieniu zmiany wartości pieniądza w czasie, inflacji oraz ryzyka.

Do zbadania długości okresu w jakim wpływy roczne zrównoważą wydatki początkowe, poczynione na zakup condonieruchomości, zastosowano metodę oceny efektywności inwestycji – wewnętrzną stopę zwrotu (IRR). Do ustalenia IRR niezbędne jest prawidłowe wyznaczenie stopy dyskonta. Stopa kapitalizacji została ustalona za pomocą wzoru uwzględniającego stopę bazową, stopę inflacji i stopę ryzyka. Dokonano tego na podstawie przeanalizowania i doboru następujących wskaźników:

- a) inflacji, przyjmującej wartość 2% w stosunku rocznym (według założeń wysokości inflacji przez NBP);
- b) średniego oprocentowania bezpiecznych instrumentów finansowych – rb;
- c) ustalonego ryzyka inwestowania (Rr) na podstawie trzystopniowej skali:
 - 1,2 – małe,
 - 1,5 – średnie,
 - 2,0 – duże;

Do ustalenia poziomu ryzyka przyjęto 3-stopniową skalę oceny ryzyka, którą inwestor bierze pod uwagę podczas oceny inwestycji.

Jest to ryzyko akceptowalne przez inwestora. Ze wzoru wyznaczono stopę dyskonta:

$$R_d = R_b \times R_o,$$

gdzie $R_o = R_r \times R_i$

Do wyznaczenia wskaźnika R_b użyto wzoru:

$$R_b = \frac{1 + r_b}{1 + S_i} - 1;$$

gdzie:

R_r – ryzyko inwestowania

R_i – ryzyko indywidualne – współczynnik oceny ryzyka indywidualnego

R_d – stopa dyskonta

S_i – wskaźnik inflacji,

r_b – średnie oprocentowanie bezpiecznych instrumentów finansowych.

Na podstawie zgromadzonej wiedzy o condonieruchomościach, oraz analizy procesów gospodarczych do wyznaczenia współczynnika określającego ryzyko inwestowania R_r zastosowano trójstopniową skalę:

- 1,2 – małe ryzyko,
- 1,5 – średnie ryzyko,
- 2,0 – duże ryzyko

Z powodu niepewnej sytuacji na rynkach finansowych oraz złożoność procesów gospodarczych, inwestowane środki własne należy ocenić jako wysoce ryzykowne z uwagi na możliwość straty finansowej. W sytuacji niepewności gospodarczej bezpieczne wydaje się inwestowanie środków zewnętrznych. Może za tym przemawiać możliwość utraty wartości nieruchomości i niezrealizowania zysków w zakładanym wymiarze. Spłatę zadłużenia w sytuacji pogarszającej się kondycji gospodarczej, przy przedstawieniu odpowiednich argumentów, można odłożyć w czasie.

Do wyznaczenia współczynnika oceny ryzyka indywidualnego R_i zastosowano trójstopniową skalę z uwzględnieniem perspektyw rozwoju, prawdopodobieństwa barier popytu oraz wielkość konkurencji.

Ryzyko indywidualne to rodzaje ryzyka dotyczące condonieruchomości z uwagi na szczególny charakter nieruchomości komercyjnej, funkcjonującej w specyficznych warunkach popytu sezonowego, co ogranicza wykorzystanie nieruchomości permanentnie w ciągu całego roku. Biorąc pod uwagę ryzyko sezonowości, należało skonstruować zasadę oceny ryzyka indywidualnego na podstawie założenia jak w tabeli 5.1 na podstawie analizy zgromadzonego materiału i wiedzy o condonieruchomościach. Perspektywy rozwoju w zależności od ulokowania condonieruchomości przyjmują określone wartości, nieruchomości w paśmie górskim z uwagi na długość sezonu przyjmują wyższe wartości niż nadmorskie. Prawdopodobieństwo napotkania barier popytowych wiąże się z kosztami pobytu oraz sytuacją gospodarczą i wskaźnikiem zamożności społeczeństwa i przyjmuje charakter indywidualny dla danej condonieruchomości. Wielkość konkurencji również jest wielkością indywidualną, uzależnioną od lokalnego rynku i atrakcyjności lokalizacji. Kurorty typu Mielno, Kołobrzeg i Świnoujście charakteryzują się większą konkurencją niż Łeba, choć wszystkie miejscowości stanowią pas nadmorski. Skalę ryzyka dla poszczególnych zdarzeń zestawiono w tabeli 5.1.

Tabela 5.1. Założenia przy ustalaniu ryzyka indywidualnego

Ryzyko	Perspektywy rozwoju	Prawdopodobieństwo napotkania barier popytu	Wielkość konkurencji
Małe	1,0	1,0	1,0
Średnie	1,3	1,3	1,3
Duże	1,5	1,5	1,5

Źródło: opracowanie własne.

IRR wyznaczono ze wzoru:

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = 0$$

gdzie:

CF_t – przepływy pieniężne w czasie t ,

r – wartość stopy dyskontowej,

I_0 – początkowe nakłady inwestycyjne (nakłady poczynione na zakup condonieruchomości),
 t – kolejne lata inwestycji.

Wykorzystując arkusz kalkulacyjny EXCEL obliczono wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla 20 lat dla wszystkich sześciu badanych inwestycji, dla parametrów URP-1 oraz URP-2 dla umownej wartości lokalu, oraz rzeczywistej wartości lokalu. Obliczono również wartości IRR przy uwzględnieniu pobytu właścicielskiego.

WSZ-1 (%) – miara rentowności inwestycji, przy założeniu jak dla URP-1, pozwalająca na określenie liczby okresów niezbędnych do zwrotu zainwestowanego kapitału. Obliczona dla przypadków korzystania z pobytu właścicielskiego oraz wtedy, gdy właściciel rezygnuje z takiego prawa. Określa moment zwrotu zainwestowanego kapitału przy założeniu warunków URP – 1.

WSZ-2 (%) – miara rentowności inwestycji przy założeniu jak dla URP-2 pozwalająca na określenie liczby okresów niezbędnych do zwrotu zainwestowanego kapitału. Obliczona dla przypadków korzystania z pobytu właścicielskiego oraz wtedy, gdy właściciel rezygnuje z takiego prawa. Określa moment zwrotu zainwestowanego kapitału przy założeniu warunków URP – 2.

WSZ-3 (%) – miara rentowności inwestycji przy założeniu jak dla RPUKRL-1 pozwalająca na określenie liczby okresów niezbędnych do zwrotu zainwestowanego kapitału. Obliczona dla przypadków korzystania z pobytu właścicielskiego oraz wtedy, gdy właściciel rezygnuje z takiego prawa. Określa moment zwrotu zainwestowanego kapitału przy założeniu warunków RPUKRL – 1.

WSZ-4 (%) – miara rentowności inwestycji przy założeniu jak dla RPUKRL-2 pozwalająca na określenie liczby okresów niezbędnych do zwrotu zainwestowanego kapitału. Obliczona dla przypadków korzystania z pobytu właścicielskiego oraz wtedy, gdy właściciel rezygnuje z takiego prawa. Określa moment zwrotu zainwestowanego kapitału przy założeniu warunków RPUKRL-2.

RWI (zł) – rzeczywista wartość inwestycji wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym – koszt całkowity netto.

WUI (zł) – wartość umowna inwestycji w condonieruchomość, od której liczony jest czynsz. Zazwyczaj jest to wartość lokalu i miejsca parkingowego, nie uwzględnia kosztów wyposażenia lokalu.

RWRWU (zł) – różnica między wartością umowną lokalu, od której naliczany jest czynsz (lokal + miejsce parkingowe), a wartością rzeczywistą lokalu (lokal + miejsce parkingowe + wyposażenie), zazwyczaj jest to różnica o wartości ok. 2 tys. zł pomnożone przez metraż condonieruchomości. Z tego powodu najczęściej powstaje luka w stopie zwrotu na poziomie ok 1,5 p.p. w stosunku rocznym.

USZ (zł) – umowna stopa zwrotu bez uwzględnienia pobytu właścicielskiego przy obliczaniu współczynnika Sharpe'a, wartość podana w procentach, obliczana zgodnie z zasadą URP-1.

USZPW (zł) – umowna stopa zwrotu z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego przy obliczaniu współczynnika Sharpe'a, wartość podana w procentach, obliczana zgodnie z zasadą URPPW-1.

RSZ (zł) – rzeczywista stopa zwrotu, wartość podawana w procentach, obliczona na podstawie rzeczywistych kosztów zakupu condonieruchomości w odniesieniu do umownego czynszu wynikającego z zawartej z operatorem umowy najmu.

Analizując rynek condonieruchomości w Polsce, obliczono miary statystyczne charakteryzujące strukturę zbiorowości potencjalnych inwestycji. W celu scharakteryzowania i przedstawienia zależności na rynku condonieruchomości w Polsce poniżej zaprezentowano przeciętne wartości.

Średnia arytmetyczna jest miarą tendencji centralnej, otrzymuje się ją dzieląc sumę wartości zmiennej wszystkich jednostek badanej zbiorowości przez liczbę jednostek¹. Średnią arytmetyczną obliczono według wzoru:

$$\bar{x} = \frac{x_1 + x_2 + \dots + x_m}{m} = \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m x_i$$

gdzie:

$x_1; x_m$ – jednostki badanej zbiorowości,

m – liczba badanych jednostek.

1. Średnią arytmetyczną wyznaczono dla cen badanych lokali i takich wskaźników jak:

- RWI,
- WUI,
- wartość m² lokalu,
- wartość wyposażenia lokalu,
- wielkość lokalu w m²,
- wartość parkingu,
- RWRWU,
- URP-1,
- URP-2,
- URPPW-1,
- URPPW-2,
- HRPR-1,

¹ J. Podgórski J., *Statystyka dla studiów licencjackich*, wyd. III, Warszawa 2010, s. 45.

- HRPRPW,
 - RRP100,
 - RPUKRL-1,
 - RPUKRLPW.
2. Obliczono średnią arytmetyczną podczas badania cen nieruchomości mieszkaniowych w latach 2006–2020 dla poszczególnych wariantów:
 - średnie ceny nieruchomości mieszkaniowych w poszczególnych latach za 1m²,
 - średnią arytmetyczną wzrostów cen nieruchomości w procencie w stosunku do 2006 roku,
 - średnioroczny arytmetyczny wzrost cen nieruchomości w procencie.
 3. Podczas badania zmian cen nieruchomości na świecie obliczono średnią arytmetyczną:
 - wzrostów procentowych średnich cen nieruchomości w poszczególnych krajach w stosunku do 2006 roku,
 - średnie zmiany cen nieruchomości na świecie.
 4. Obliczono średnią arytmetyczną zwrotu z inwestycji w condonieruchomość dla badanych obiektów w okresie 5, 10, 15, 20 lat. Wyniki podano w %.
 5. Obliczono średnią arytmetyczną zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w fundusze inwestycyjne. Wyniki podano w %.
 6. Obliczono średnią arytmetyczną zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w akcje spółek giełdowych.
 7. Obliczono średnią arytmetyczną poziomu cen najmu 1 m² w wybranych miastach i wybranych latach. Obliczono również średnią arytmetyczną roczną wzrostów na rynku najmu nieruchomości mieszkaniowych.

Mediana jest wartością cechy, która zbiorowość dzieli na dwie liczebnie równe części – w części pierwszej znajdują się jednostki o wartościach cechy mniejszych lub równych medianie, w części drugiej jednostki o wartościach cechy większych lub równych medianie. Inaczej mówiąc – mediana jest wartością cechy, jaką ma jednostka zajmująca pozycję środkową w uporządkowanym ciągu wartości². Mediana została obliczona przy użyciu aplikacji Microsoft Excel.

1. Medianę wyznaczono dla cen badanych lokali i takich wskaźników jak:

- RWI,
- WUI,
- wartość m² lokalu,
- wartość wyposażenia lokalu,
- wielkość lokalu w m²,
- wartość parkingu,
- RWRWU.
- URP-1,
- URP-2,
- URPPW-1,
- URPPW-2,
- HRPR-1,
- HRPRPW,

² A. Bielecka, *Statystyka w biznesie i ekonomii*, Warszawa 2005, s. 121.

RRP100,
RPUKRL-1,
RPUKRLPW.

2. Obliczono medianę podczas badania cen nieruchomości mieszkaniowych w latach 2006–2020 dla poszczególnych wariantów:
 - średnie ceny nieruchomości mieszkaniowych w poszczególnych latach za 1m²,
 - średnią arytmetyczną wzrostów cen nieruchomości w % w stosunku do 2006 roku,
 - średnioroczny arytmetyczny wzrost cen nieruchomości w %.
3. Podczas badania zmian cen nieruchomości na świecie obliczono medianę:
 - wzrostów procentowych średnich cen nieruchomości w poszczególnych krajach w stosunku do 2006 roku,
 - średnie zmiany cen nieruchomości na świecie.
4. Obliczono medianę poziomu cen najmu 1 m² w wybranych miastach i wybranych latach. Obliczono również medianę wzrostów średniorocznych na rynku najmu nieruchomości mieszkaniowych.

Współczynnik zmienności informuje o tym, jak silne jest zróżnicowanie jednostek w całym rozkładzie, bądź o miejscach rozkładu. Współczynnik zmienności został wykorzystany do ustalenia, jaki procent przeciętnej stanowi zróżnicowanie³. Wartość współczynnika wyznaczono z wzoru:

$$V_{zk} = \frac{s(x)}{\bar{X}} ; \quad \bar{X} \neq 0$$

gdzie:

S – odchylenie standardowe z próby,
X – średnia arytmetyczna z próby.

Obliczeń dokonano przy pomocy aplikacji Microsoft EXCEL.

1. Współczynnik zmienności wyznaczono dla cen badanych lokali i takich wskaźników jak:
 - RWI,
 - WUI,
 - wartość m² lokalu,
 - wartość wyposażenia lokalu,
 - wielkość lokalu w m²,
 - wartość parkingu,
 - RWRWU.
 - URP-1,
 - URP-2,
 - URPPW-1,
 - URPPW-2,
 - HRPR-1,
 - HRPRPW,
 - RRP100,
 - RPUKRL-1,
 - RPUKRLPW.

³ Ibidem, s. 160.

2. Obliczono współczynnik zmienności podczas badania cen nieruchomości mieszkaniowych w latach 2006–2020 dla poszczególnych wariantów:
 - średnie ceny nieruchomości mieszkaniowych w poszczególnych latach za 1 m²,
 - średnią arytmetyczną wzrostów cen nieruchomości w procentach w stosunku do 2006 roku,
 - średnioroczny arytmetyczny wzrost cen nieruchomości w procentach.
3. Podczas badania zmian cen nieruchomości na świecie obliczono współczynnik zmienności:
 - wzrostów procentowych średnich cen nieruchomości w poszczególnych krajach w stosunku do 2006 roku,
 - średnie zmiany cen nieruchomości na świecie.
4. Obliczono współczynnik zmienności zwrotu z inwestycji w condonieruchomość dla badanych obiektów w okresie 5, 10, 15, 20 lat. Wyniki podano w %.
5. Obliczono współczynnik zmienności zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w fundusze inwestycyjne. Wyniki podano w %.
6. Obliczono współczynnik zmienności zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w akcje spółek giełdowych.
7. Obliczono współczynnik zmienności poziomu cen najmu 1 m² w wybranych miastach i wybranych latach. Wyniki podano w %.

Odchylenie standardowe jest średnią kwadratową odchyłeń wartości zmiennej od wartości centralnej, informuje o ile przeciętnie poszczególne jednostki badanej zbiorowości różnią się in +/- od średniej arytmetycznej badanej zmiennej⁴.

Odchylenie standardowe obliczono na podstawie wzoru:

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}} = \sqrt{\frac{n}{n-1} (x^2 - (\bar{x})^2)};$$

gdzie:

X_i – kolejne wartości zmiennej,

$\bar{X}$ – średnia arytmetyczna z próby,

X^2 – średnia arytmetyczna kwadratów wartości próby,

n – liczba elementów w próbie.

Wszelkich obliczeń dokonano przy zastosowaniu aplikacji Microsoft Excel.

Odchylenie standardowe obliczono dla:

1. Wskaźników w obszarze wartości badanych lokali:
 - RWI,
 - WUI,
 - wartość m² lokalu,
 - wartość wyposażenia lokalu,
 - wielkości lokalu w m²,
 - RWRWU.
2. Wskaźników w obszarze rocznych przychodów:
 - URP-1,

⁴ W. Ignatczyk, M. Chromińska, *Statystyka teoria i zastosowanie*, Poznań 1998, s. 101.

- URP-2,
 - URPPW-1,
 - URPPW-2,
 - HRPR-1,
 - HRPRPW,
 - RRP100,
 - RPUKRL-1,
 - RPUKRLPW.
3. Wielkości cen nieruchomości mieszkaniowych, w tym odchylenia średniej arytmetycznej wzrostów cen nieruchomości w okresie rocznym.
 4. Wskaźników zmian cen nieruchomości na świecie.
 5. Wskaźników zwrotu z inwestycji w condonieruchomości w wybranych okresach.
 6. Wskaźników przychodu generowanych przez fundusze inwestycyjne w badanych okresach.
 7. Wskaźników stóp zwrotu instrumentów inwestycyjnych w akcje spółek giełdowych.
 8. Wartości cen najmu m² na rynku mieszkaniowym.

5.2. Pogłębiona analiza umów

Podczas badania rynku condonieruchomości dokonano pogłębionej analizy umów inwestorów (nabywców condojednostek) z operatorami i deweloperami (podmiotami sprzedającymi jednostki condonieruchomości). Szczególną uwagę zwrócono na zapisy umów dotyczące kosztów, stóp zwrotu, wynagrodzenia. Badaniu poddano umowy dotyczące 334 lokali, w tym oddzielne umowy przedwstępne, zakupu, akty notarialne oraz umowy najmu z operatorami. Razem pogłębionej analizie poddano 1336 umów dotyczących 334 jednostek condonieruchomości.

Rynek condonieruchomości w Polsce jest trudny do oszacowania z uwagi na brak dostatecznych danych. Udało się ustalić, że w Polsce funkcjonuje 8134 jednostek w formie condo. Liczba przebadanych umów stanowi ok. 4,1% rynku w Polsce.

Pogłębiona analiza dotyczyła w szczególności:

1. Zakupu condonieruchomości i dodatkowych składników niezbędnych do podpisania umowy z operatorem, oraz lokalizacji.
2. Obliczeń średniej arytmetycznej dla:
 - cen lokalu wraz z wyposażeniem,
 - cen wyposażenia, oraz kosztu wyposażenia 1m² lokalu,
 - wielkości apartamentu.
3. Sposobu i formy rozliczenia pomiędzy stronami umowy.
4. Rozbieżności w deklarowanym i rzeczywistym rocznym przychodzie z wynajmu condonieruchomości.
5. Warunków i kosztów związanych z pobytem właścicielskim.
6. Innych opłat wnoszonych przez wynajmującego na okoliczność utrzymania condonieruchomości.
7. Warunków związanych z czasem trwania umowy, oraz innymi zapisami dotyczącymi pierwokupu.
8. Zapisów związanych z zabezpieczeniem roszczeń wynajmującego.
9. Zapisów dotyczących zobowiązań najemcy.

10. Zapisów dotyczących zobowiązań wynajmującego.
11. Zapisów dotyczących zarządu nieruchomością wspólną.
12. Zapisów dotyczących wypowiedzenia umowy.
13. Zapisów dotyczących obwarowań w związku z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego w sprawie RODO.

Pogłębiona analiza umów pozwoliła na dostrzeżenie nieścisłości w wysokości stóp zwrotu oraz kosztów zakupu condonieruchomości. Dostrzeżono luki, które należało zweryfikować dotyczyły głównie wysokości umownych stóp zwrotu z rzeczywistymi wartościami. Zwrócono także uwagę na różnice w cenie zakupu condonieruchomości o dodatkowe składniki typu wyposażenie i miejsce parkingowe. Badając zależności między umownymi a rzeczywistymi stopami zwrotu oraz wartości dodatkowych składników niezbędnych do zawarcia umowy z operatorem, sformułowano i wyznaczono wskaźniki, które pozwalają na wyciągnięcie wniosków, że wartości umowne stóp zwrotu są zaniżane. Głównym czynnikiem sprawczym jest koszt wyposażenia i parkingu, za co właściciel condonieruchomości nie otrzymuje wynagrodzenia.

5.3. Analiza stóp zwrotu

Poddając pogłębionej analizie umowy dotyczące zakupu i najmu condonieruchomości, szczególny nacisk położono na zbadanie podstawowych parametrów, od których uzależniona jest stopa zwrotu. Kierunek badań zakładał określenie umownej i rzeczywistej wartości lokalu, umownej i rzeczywistej wartości rocznych wpływów, dodatkowych kosztów. Analiza miar wskazanych wcześniej ma na celu scharakteryzowanie struktury dochodowej mechanizmu inwestycyjnego w condonieruchomości.

Analiza stóp zwrotu dotyczyła następujących wskaźników:

1. Zakupu condonieruchomości:
 - UWC,
 - RWC,
 - LUWCRWC.
2. Generowanych przychodów:
 - URP-1,
 - HRPR-1,
 - LUPRP,
 - LZI,
 - PUZI,
 - HRRZI.

Na podstawie analizowanych danych obliczono niezgodność rzeczywistych cen nieruchomości oraz umownych rocznych przychodów, wynikających z umowy z operatorem. Podobną zależność zaobserwowano podczas analizy stóp zwrotu rzeczywistych wartości z deklarowanymi w umowie z operatorem. Na podstawie pogłębionej analizy zaobserwowano i obliczono wysokość luki zarówno w kosztach zakupu condonieruchomości, jak i w umownych przychodach. Badając umowy z operatorem, ale również z deweloperem zaobserwowano dodatkowe koszty wynikające z utrzymania części wspólnych, które nie obniżały stopy zwrotu w kontekście umowy z operatorem, ale miały wpływ na wysokość rocznych przychodów. Do takich kosztów zaliczono koszty: podatku od nieruchomości, ubezpieczenia, dodatkowego ubezpieczenia części wspólnych oraz związane z zarządzaniem częściami wspólnymi.

5.4. Metody analizy ryzyka inwestycyjnego

Wskaźnik Sharpe'a lub współczynnik Sharpe'a (*Sharpe ratio*), wskaźnik stosowany do oceny wysokości uzyskiwanej z tzw. premii z inwestycji w stosunku do poniesionego ryzyka. Jest to nadwyżka ponad wartość wolną od ryzyka. Wskaźnik wyznaczono według wzoru:

$$S = \frac{R_j - R_f}{\sigma_j}$$

gdzie:

S – współczynnik Sharpe'a,

R_j – średnia stopa zwrotu w danym okresie,

R_f – średnia stopa zwrotu wolna od ryzyka w danym okresie – obligacji skarbowych,

σ_j – odchylenie standardowe rynkowej stopy zwrotu w danym okresie.

Wszelkich obliczeń dokonano za pomocą aplikacji Microsoft EXCEL. Wzięto pod uwagę wyznaczenie współczynnika Sharpe'a dla 6-ciu condoodjednostek. Współczynnik wyznaczono dla wartości USZ, USZPW, oraz RSZ. Analizę ryzyka wykonano pod kątem zjawisk zachodzących w gospodarce i oddziaływaniu zjawisk niemierzalnych na rynek condonieruchomości. Badaniu poddano obecnie funkcjonujące jednostki condonieruchomości – 8134 lokale pod kątem występującego innego rodzaju ryzyka niż związanego z niepewnością co do realizowania założonych w umowie celów. Szczególną uwagę zwrócono na:

- kondycję finansową operatorów,
- renegecje zawartych wcześniej umów,
- terminowość wypłacania czynszów,
- obniżkę umownych czynszów.

Korzystając z danych portalu „Inwestycje w kurortach” i analizując wyniki dostrzeżono wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych na funkcjonowanie operatorów działających na rynku zarządzania condoodjednostkami.

Z uwagi na zagwarantowaną umownie w większości przypadków stałą stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, nie zastosowano innych metod oceny ryzyka. Ryzyko może występować jedynie w obszarze realizacji umowy przez operatora i nie jest związane z samą inwestycją, a jedynie z ryzykiem prowadzonej działalności przez operatora. Nie odnosi się ono do ryzyka inwestycyjnego, ponieważ umowa z operatorem zabezpiecza inwestora od ponoszenia ryzyka związanego z przychodem z działalności.

5.5. Metody analizy wynagrodzenia inwestora

Umowa między najemcą a wynajmującym (operatorem) zawiera wiele zapisów dotyczących wynagrodzenia oraz wzajemnych obowiązków o charakterze finansowym. Analizując formę wynagrodzenia, zaobserwowano trzy sposoby rozliczania – stała stopa zwrotu, kombinowana (w części stałej plus mniejsza część zysku proporcjonalna do wielkości udziałów w inwestycji) oraz w całości uzależniona od wypracowanego zysku.

Analizowane przypadki pozwalały wyodrębnić najczęściej stosowany model, czyli stałą stopę zwrotu, podawaną w procentach:

- wyższą – bez uwzględnienia pobytu właścicielskiego,
- niższą – najczęściej 1% niższą zawierającą pobyt właścicielski.

Na potrzeby niniejszej rozprawy dokonano obliczenia wysokości podatku od nieruchomości, zgodnie z uchwałami samorządów dla poszczególnych lokalizacji oraz wysokości składki ubezpieczenia zgodnie z wyliczeniem przygotowanym przez pośrednika pocztowego (Poczta Polska). Uwzględniono przychód pomniejszony o wymienione koszty. Analizie poddano wysokość wynagrodzenia rocznego oraz koszty zakupu składników majątkowych niezbędnych do zawarcia umowy z operatorem. Badano również częstotliwość wypłaty wynagrodzenia w sześciu inwestycjach wymienionych z nazwy oraz w 334 umowach w rozdziale 6 punkt 5 (analizy klasyfikacyjne). Analizując zapisy umowne, koszty zakupu lokalu, wysokość wypłacanego wynagrodzenia zwrócono uwagę na niezgodność zapisów umownych odnośnie do „gwarantowanego” zwrotu z zainwestowanego kapitału. Szczególną uwagę zwrócono na zgodności i rozbieżności w zapisach umownych w odniesieniu do stanu faktycznego. Na podstawie badań dostrzeżono luki w zakresie wypłacanego wynagrodzenia, które dokładnie przedstawiono w rozdziale 6 rozprawy.

5.6. Metody symulacyjne

Symulacje przychodów generowanych przez nieruchomość, czyli odtwarzanie właściwości danego zjawiska lub przestrzeni występujących w naturze, lecz trudnych do zbadania, powtórzenia⁵. Z takim dokładnie zjawiskiem mamy do czynienia w przypadku condonieruchomości. Zapisy umowne warunkują wypłatę wynagrodzenia (czynszu) od wskaźnika inflacji dla roku poprzedniego, dlatego biorąc pod uwagę brak danych dotyczących inflacji, przychody na potrzeby rozprawy przyjęto bez urealnienia o wskaźnik inflacji. Symulacje na potrzeby rozprawy prowadzono w trzech kierunkach:

1. Obliczając wewnętrzną stopę zwrotu – IRR dla zbadania (określenia) niezbędnego czasu do zwrotu zainwestowanego kapitału, dla poszczególnych wariantów.
2. Obliczając wartości NPV dla zbadania opłacalności inwestycji i tym samym do osiągnięcia danych umożliwiających podjęcie decyzji o inwestowaniu w condonieruchomość.
3. Na podstawie badań cen nieruchomości mieszkaniowych oraz dynamiki wzrostu powzięto próbę określenia cen condonieruchomości w przyszłości.

W pracy do obliczeń przyjęto wartości na poziomie z 2020 roku z uwagi na brak możliwości określenia wysokości stawek podatku od nieruchomości, wysokości stawek ubezpieczenia oraz wysokości wskaźnika inflacji, na podstawie którego urealnione miałyby być stawki przychodu od wynajęcia condonieruchomości.

Analizując możliwe do uzyskania wysokości, zarówno przychodów, kosztów, jak i wartości nieruchomości po 20 latach funkcjonowania, należy liczyć się ze zmianą wyposażenia oraz remontem generalnym condonieruchomości. Należy przyjąć z dużym prawdopodobieństwem, że wartości realne będą na poziomie roku 2020, choć nominalnie z całą pewnością ulegną zasadniczym zmianom. Do obliczeń zastosowano realne wartości cen netto, bez podatku od wartości dodanej VAT (*value-added tax*), inaczej podatku od towarów i usług, który obecnie w Polsce jest na poziomie 23%.

⁵ Symulacja, <https://mfiles.pl> (18.03.2021).

5.7. Analiza wskaźnikowa

Analiza wskaźnikowa to metoda badań analitycznych polegająca na obliczeniu wskaźników na podstawie danych zawartych w umowach z operatorem i ich ocenie porównawczej. Na potrzeby dysertacji wyznaczono wskaźniki odnoszące się do określenia finansowej opłacalności inwestycji. Cechą charakterystyczną inwestycji na rynku condonieruchomości jest stała stopa zwrotu na określonym poziomie podawana w procentach. W celu określenia poziomu stóp zwrotu oraz sprawdzenia prawdziwości zapisów umownych w odniesieniu do realnych korzyści obliczono podstawowe wskaźniki finansowe celem ich porównania. Aby dokonać właściwego wyboru inwestując na rynku condonieruchomości, należy porównać wskaźniki celem wyselekcjonowania nieruchomości o najbardziej korzystnych parametrach.

Poniższe wskaźniki określają finansowe zależności inwestowania w condonieruchomości. Ukazują ponadto sposób obliczenia luki zarówno w przychodach procentowych, jak i przychodach finansowych. Parametry wyznaczono według wzorów:

- umowny roczny przychód

$$\text{URP-1} = \text{UWC} \times \text{PUZI} \text{ (zł)},$$

- hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty

$$\text{HRPR-1} = \text{RWC} \times \text{PUZI} \text{ (zł)},$$

- procentowy umowny zwrot z inwestycji

$$\text{PUZI} = \frac{\text{URP}-1}{\text{UWC}} \text{ (\%)},$$

- hipotetyczny roczny rzeczywisty zwrot z inwestycji

$$\text{HRRZI} = \frac{\text{URP}-1}{\text{RWC}} \text{ (\%)},$$

- luka zwrotu inwestycyjnego

$$\text{LZI} = \text{PUZI} - \text{HRRZI} \text{ (\%)},$$

- luka w rzeczywistym rocznym przychodzie dla wartości 100 tys. zł.

$$\text{LRRP100} = \text{wartość zgodna z zapisem umowy} - \text{wartość rzeczywista},$$

- luka w wartości pomiędzy umowną wartością condonieruchomości, a rzeczywistą wartością condonieruchomości

$$\text{LUWCRWC} = \text{RWC} - \text{UWC} \text{ (zł)},$$

- luka między umownym rocznym przychodem, a rzeczywistym hipotetycznym rocznym przychodem

$$\text{LUPRP} = \text{HRPR-1} - \text{URP-1} \text{ (zł)}.$$

Poddając analizie wewnętrzne stopy zwrotu (IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 ustalono czas (liczbę lat) niezbędną do wyznaczenia momentu od kiedy wpływy z czynszu przewyższą koszty zakupu nieruchomości. Wyznaczono ponadto wartości NPV dla poszczególnych miar według tabel w rozdziale VI, czyli zastosowano narzędzie pomagające ocenić, czy inwestycja w określonym przedziale czasowym, dla określonego parametru jest bardziej, bądź mniej opłacalna.

5.8. Metody klasyfikacji danych w ocenie inwestycji

W celu ułatwienia określenia atrakcyjności condonieruchomości pod względem opłacalności inwestycji, klasyfikacji należy poddać parametry i zależności, którymi nieruchomość się charakteryzuje. W tym celu koniecznym wydało się utworzenie drzewa decyzyjnego.

Aby określić, która z badanych szczegółowo condojednostek jest najbardziej atrakcyjna i można było w jej zakup zainwestować środki finansowe inwestora, należy poddać analizie wymienione wcześniej miary. Analizie poddano 6 condojednostek:

- Hotel Aries Residence & SPA w Szczyrku,
- Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba,
- Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station,
- Eco Masuria Frombork,
- Radisson Resort Kołobrzeg,
- Baltivia Hotel & Spa Mielenko

Na podstawie drzewa decyzyjnego wybrano najbardziej korzystną nieruchomość. Wyniki zaprezentowano w rozdziale 6.

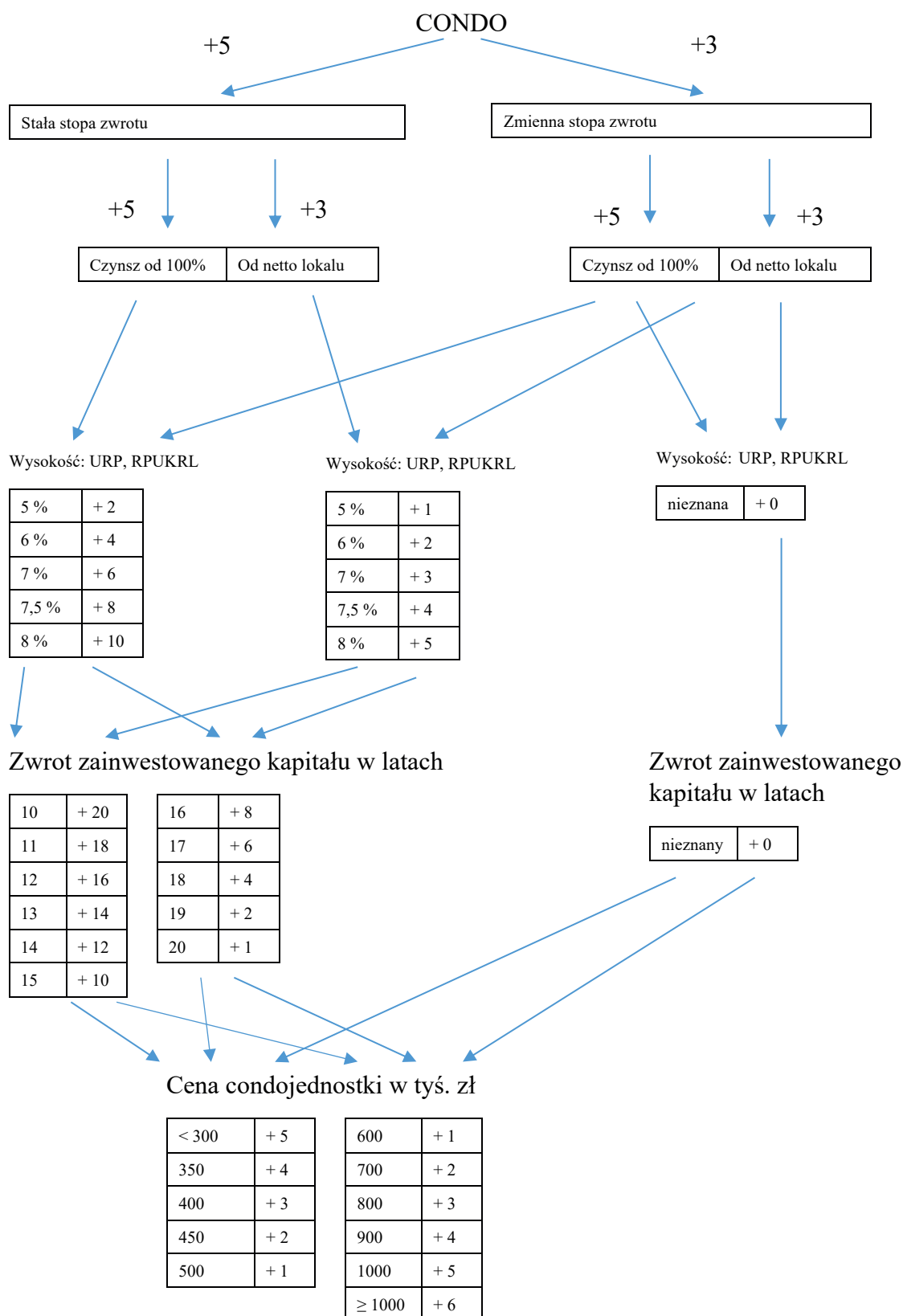
Opracowano drzewo decyzyjne – metodę klasyfikacji danych pomagającą dokonać wyboru condonieruchomości. Opracowano autorską punktową metodę premiowania wyboru wariantów. Drzewo porządkuje podstawowe parametry według hierarchii ważności rozpatrywanych parametrów. Pierwszy poziom pozwala wyodrębnić dwa najbardziej powszechne sposoby rozliczeń między wynajmującym lokal a najemcą. Stała stopa zwrotu oraz zmienna stopa zwrotu uzależniona jest od wypracowanego zysku. W zależności od ryzyka jakie występuje przy odmiennych sposobach rozliczeń uznano, że liczba punktów będzie zróżnicowana. Drugi poziom definiuje i punktuje sposób naliczania czynszu (w rozdz. 6 wykazano dwa rodzaje zastosowane w praktyce). W zależności od tego, czy naliczano czynsz od 100% wartości lokalu wraz z niezbędnymi składowymi, czy jedynie od wartości lokalu netto, premia punktowa zastosowana jest w różnej wysokości. Trzeci poziom odnosi się do wskaźników URP-1, UPR-2, RPUKRL-1 oraz RPUKRL-2 i w zależności od jego wysokości przyznano premię punktową. Zastosowano dwie skale punktowe dla tych samych wysokości wskaźników poziomu trzeciego z uwagi na zastosowany podział na poziomie drugim.

IV poziom dotyczy okresu (w latach) zwrotu zainwestowanego kapitału, przydzielono punkty według zasady im krótszy okres, tym więcej punktów. V poziom definiuje wartość lokalu i tym samym wysokość premii punktowej. Podzielono condonieruchomości na dwie grupy. W kolumnie pierwszej przedstawiono punktację nieruchomości w przedziale od 300 tys. zł do 500 tys. zł netto. Poszerowano w kolejności im tańszy lokal, tym większa premia punktowa, z uwagi na mniejsze ryzyko i mniejszy próg wejścia na rynek nieruchomości dla nowych inwestorów. Grupa druga odnosi się do condonieruchomości o znacznej wartości a premia punktowa została ustanowiona od najmniejszej do największej w odniesieniu do ceny nieruchomości.

W przypadku kombinowanego sposobu rozliczania, tak jak w omawianym w rozdziale 6 przypadku condonieruchomości Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station należy przyznawać punktową ocenę jak dla zmiennej stopy zwrotu, następnie stosować punktację od poziomu III i IV (Wysokość wskaźników URP oraz zwrot w latach) jak w przypadku stałej stopy zwrotu.

Inwestor ma możliwość zastosowania wskaźników prognozowanych, wówczas prawdziwość uzyskanych wyników może być obciążona błędem. Zsumowanie premii punktowej pozwala ocenić i wyznaczyć condonieruchomość o najkorzystniejszych parametrach inwestycyjnych.

Condojednostka z największą liczbą punktów wykazuje najkorzystniejsze walory.



Rysunek 5.1. Drzewo decyzyjne – metoda wspomagania decyzji wyboru condonieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

5.9. Metody efektywności inwestycji

Podczas analizy efektywności inwestycji, przeanalizowano wskaźniki dotyczące wewnętrznych stóp zwrotu dla parametrów WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 w 20-letnim okresie. Analizowano powyższe parametry dla dwóch wariantów:

- z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego,
- bez uwzględnienia kosztów pobytu właścicielskiego.

Podczas obliczeń zastosowano wzór na IRR (*Internal Rate of Return*) – wewnętrzną stopę zwrotu. Obliczenia wykonano za pomocą aplikacji Microsoft EXCEL. Dokonano obliczeń, a następnie porównano wartości dotyczące obiektów:

- Hotel Aries Residence & Spa w Szczyrku,
- Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba,
- Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station,
- Eco Masuria Frombork,
- Radisson Resort Kołobrzeg,
- Baltin Hotel & Spa Mielenko.

Następnie analizowano wartości miary za pomocą metody oceny efektywności opłacalności inwestycji NPV dla wskazanych wyżej inwestycji w okresie życia projektu, tj 5, 10, 15, 20 lat. Pod uwagę brano wyznaczone okresy (5-letnie) w 20-letnim okresie inwestycyjnym. Wartości NPV obliczono dla wskaźników URP-1, URP-2, URPPW-1, URPPW-2, HRPR-1, HRPRPW, RRP100, RPUKRL-1, RPUKRLPW, które to wskaźniki opisano w punkcie 1 tego rozdziału. Następnie wartości miary NPV zestawiono na wykresach dla poszczególnych wskaźników, każdy wskaźnik został graficznie zobrazowany na oddzielnym wykresie w celu przejrzystego zweryfikowania korzystnych wartości w odniesieniu do poszczególnych inwestycji. Podczas oceny efektywności inwestycji poddano analizie zmianę wartości nieruchomości w czasie.

Z uwagi na „młody rynek” condonieruchomości powodowany zbyt krótkim okresem funkcjonowania tej formy inwestowania kapitału, nie udało się ustalić wartości condonieruchomości na rynku wtórnym. Z uwagi na charakter nieruchomości oraz jej specyficzne cechy, z jednej strony komercyjny charakter, a z drugiej podobieństwo do lokalu mieszkalnego podjęto decyzję o przeanalizowaniu dynamiki zmian cen nieruchomości mieszkalnych. Badaniu poddano lokale mieszkalne w dużych miastach w okolicach ulokowania badanych inwestycji. Analizie poddano dynamikę zmian cen w latach 2006–2020.

Mając na uwadze zjawiska zachodzące w gospodarce, ustalono oraz poddano analizie spadek siły nabywczej pieniądza – inflację. Badanie przeprowadzono dla okresu 2006–2020.

Dla pełnego obrazu zmian cen nieruchomości dokonano analizy na innych niż Polski rynkach nieruchomości. Dokonano obliczeń wskaźników dla szerszego zobrazowania i porównania z rynkiem Polskim. Na tej podstawie i na podstawie wskaźników gospodarczych, w tym inflacji poddano próbie oszacowanie wartości condonieruchomości po okresie 20 lat.

Empiryczna analiza uwarunkowań inwestycji a condoapartamenty w Polsce w latach 2010–2020 na wybranych przykładach

6.1. Analiza dochodowości

W celu dokonania analizy dochodowości na rynku nieruchomości komercyjnych w obszarze condonieruchomości przeanalizowano dostępne umowy oraz wybrano inwestycje w taki sposób, aby było możliwe przedstawienie różnych wariantów i warunków tych umów. Dobór nieruchomości w różnych lokalizacjach Polski ma na celu przybliżenie szerszego zakresu warunków umownych, po to aby można wysnuć wnioski dla całego rynku w obszarze condonieruchomości. Analizie poddano nieruchomości w miejscowościach o znacznym potencjale turystycznym oraz w stolicy Polski – Warszawie. Należy też dodać, że każda z badanych nieruchomości charakteryzuje się innymi czynnikami wpływającymi na poziom generowanego przychodu w ciągu roku. Podczas analizy dokonano obliczeń w zakresie:

1. Roczego przychodu z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego, a także w sytuacji kiedy właściciel z takiego pobytu nie korzysta.
2. Roczego przychodu przy parametrach jak wyżej, pomniejszonego o koszty rocznego ubezpieczenia i podatku od nieruchomości.
3. Umów zakupu oraz umów zawieranych z operatorem pod kątem finansowym, na podstawie analizy tych umów wyodrębniono dodatkowe koszty ponoszone przez właściciela na etapie zakupu nieruchomości, koszty związane z wyposażeniem lokalu, jak również zakupu miejsca parkingowego.
4. Rzeczywistych cen nieruchomości, rzeczywistych i umownych: stóp zwrotu, przychodów generowanych przez nieruchomości, czynszów wypłacanych właścicielom.
5. Dochodów od każdych 100 tys. zł zainwestowanych na rynku condonieruchomości odnośzonych do rzeczywistych przykładów.
6. Na podstawie analizy umów rzeczywistych nieruchomości zaobserwowano luki w generowanych dochodach i tym samym rozbieżność między stopami zwrotu z inwestycji zapisanymi w umowie, a rzeczywistym stanem rzeczy.

Z uwagi na zakres opracowania nie badano dochodowości netto inwestycji, czyli pomniejszonej o należyty podatek dochodowy. Biorąc pod uwagę, że podmioty, bądź osoby fizyczne, będące właścicielami nieruchomości mogą funkcjonować na podstawie różnych przepisów dotyczących prowadzenia działalności gospodarczej, mogą to być również osoby fizyczne nieprowadzące działalności gospodarczej, to możliwości zastosowania sposobu rozliczenia ze skarbem państwa w zakresie podatku dochodowego są szerokie. Niniejsza dysertacja stanowi

analizę zgłębienia możliwości lokowania nadwyżek finansowych na rynku nieruchomości, przybliży także mechanizmy funkcjonujące w tym obszarze w odniesieniu do dochodów. Opodatkowanie podatkiem dochodowym jest poza zakresem badawczym.

Badaniem objęte są lokale bez uwzględnienia podatku od wartości dodanej, popularnie zwanym VAT z uwagi na możliwości ubiegania się o zwrot nadwyżki tego podatku w przypadku osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej. W przypadku podmiotów prowadzących działalność gospodarczą jest to standardowa praktyka, powszechna w rozliczeniach między podmiotem a urzędem skarbowym – szerzej skarbem państwa. Do badań efektywności wykorzystano rynkowe stawki ubezpieczeniowe przygotowane przez pośrednika, urzędu pocztowego w Dobiegniewie, działającego w imieniu i na rzecz Poczтового Towarzystwa Ubezpieczeń Wzajemnych (obowiązujące na 17.12.2020 r.). Wysokość stawek podatku od nieruchomości zastosowano zgodnie z uchwałami poszczególnych samorządów lokalnych.

Analizie dochodowości poddano sześć inwestycji w różnych częściach Polski, cztery inwestycje w rejonach o dużym natężeniu turystów sezonowych oraz dwie o specyficznych lokalizacjach w Warszawie i na Warmii. Z uwagi na specyfikę rynku analizowane nieruchomości mają różną cenę, różną formę rozliczeń i wzajemnych obowiązków wynikających z umowy. Do badań wyodrębniono następujące condonieruchomości:

- Hotel Aries Residence & SPA w Szczyrk,
- Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba,
- Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station,
- Eco Masuria Frombork,
- Radisson Resort Kołobrzeg,
- Baltin Hotel & Spa Mielenko.

Inwestycja Hotel Aries Residence & SPA Szczyrk – cena

lokal + miejsce parkingowe	656 888zł + 40 000zł =	696 888 zł netto
wyposażenie		83 690 zł netto
razem		780 578 zł netto
podatek VAT 23%		179 532,94 zł
kwota brutto		960 110,94 zł
kwota, od której operator nalicza czynsz		696 888,00 zł

Zgodnie z umową z operatorem, wynagrodzenie dla właściciela condoapartamentu z tytułu najmu wypłacane będzie w wysokości 7% rocznie wartości netto lokalu, powiększone o cenę miejsca parkingowego. W sytuacji korzystania z pobytu właścicielskiego wartość ta wynosić będzie 6% w stosunku rocznym.

Tabela 6.1. Przychód generowany przez nieruchomość Aries Residence & SPA Szczyrk

	7%	6%
Od wartości netto lokalu + miejsce parkingowe	48 782,16 zł	41 813,28 zł
Roczny przychód pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia	46 953,18 zł	39 984,31 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie umowy z operatorem.

Z analizy umów wynika, że dodatkowym kosztem dla inwestora pozostaje opłacenie podatku od nieruchomości oraz zawarcie polisy ubezpieczenia lokalu. Ustalanie wysokości zobowiązania podatkowego dokonuje się na podstawie ustawy¹ oraz uchwały lokalnego samorządu². W przypadku Szczyrk wysokość stawki podatku w 2020 roku za 1m² powierzchni wynosi 23,90 zł w stosunku rocznym.

Tabela 6.2. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Aries Residence & SPA Szczyrk

Rodzaj kosztu	Wysokość
Ubezpieczenie lokalu	829 zł
Podatek od nieruchomości	23,9 zł x 41,84 m ² = 999,97 zł
Razem	1 828,97 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwały samorządu i kalkulacji ubezpieczenia zgodnie z ofertą Poczтового Towarzystwa Ubezpieczeń Wzajemnych.

Roczny dochód za lokal w 2020 roku w zależności od przyjętego wariantu pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia wynosi:

- dla wariantu bez pobytu właścicielskiego – 46 953,18 zł,
- dla wariantu zawierającego pobyt właścicielski – 39 984,31 zł.

Analizie poddano zapisy umowy z operatorem, na podstawie dostępnych danych obliczono rzeczywiste koszty lokalu, wraz z koniecznym, wynikającym z umowy zakupem parkingu oraz wyposażenia zgodnie ze standardami zawartymi w zapisach umownych. Dostrzeżono rozbieżność w kosztach całkowitych, a wypłacanym czynszem, który jest naliczony od wartości bez uwzględnienia kosztów wyposażenia, a którego zakup jest niezbędny do zawarcia umowy z operatorem.

Wyniki obliczeń parametrów omówionych w rozdziale 5 zapisano w tabeli 6.3, dla zobrazowania przyjęto do porównań przychód generowany przez 100 tys. zł zainwestowanych w badaną condonieruchomość. W tabeli ujęto luki dochodowe, czyli rozbieżności pomiędzy deklaracjami wynikającymi z umowy, a stanem faktycznym.

Tabela 6.3. Porównanie kosztów zakupu lokalu Aries Residence & SPA Szczyrk, przychodów oraz luk (w zł)

UWC	RWC	URP-1	HRPR-1	PUZI	HRRZI	LZI
696 888	780 568	7% = 48 726,16	54 639,76	7	6,249	0,751
Roczny dochód z zainwestowanych 100 tys zł				Luki dochodowe		
Zgodnie z zapisami umowy	Wielkość rzeczywista	LRRP100	LUWCRWC	LUPRP		
7000	6249,55	751	83 630	5913,60		

Źródło: opracowanie własne.

¹ Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych.

² Uchwała nr XII/87/2019 Rady Miejskiej w Szczyrk z 26.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.

Analizując wyniki ujęte w tabeli 6.3, można zaobserwować rozbieżności między poszczególnymi parametrami. Obserwuje się różnice w dochodach pomiędzy parametrami wynikającymi z zawartej z operatorem umowy z rzeczywistymi, uwzględniającymi wszystkie składniki ceny condoojednostki. Zakup lokalu wymaga dodatkowych nakładów finansowych po to, aby zawrzeć umowę z operatorem i są to znaczne kwoty. Luka (LUWCRWC) między wartościami wynosi 83 630 zł. Można zaobserwować rozbieżności pomiędzy wartościami umownymi i rzeczywistymi w wysokości oprocentowania, luka zwrotu inwestycyjnego (LZI) to 0,751% wartości lokalu w stosunku rocznym. W wymiarze finansowym jest to 5913,60 zł rocznie. Analizując wartość zwrotu z zainwestowanych 100 tys. zł również występuje luka (LRRP100) 751 zł rocznie. Analizując zapisy umowne oraz rzeczywiste przychody, wyłania się obraz znacznych rozbieżności, co powoduje, że stopy zwrotu są niższe od umownych.

Inwestycja Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba – cena

lokal + miejsce parkingowe	407 385zł + 40 000zł =	447 385 zł netto
wyposażenie		54 318 zł netto
razem		501 703 zł netto
podatek VAT 23%		115 391,69 zł
cena Brutto		617 094,69 zł
cena od której operator nalicza czynsz		407 385,00 zł

Zgodnie z umową z operatorem, wynagrodzenie dla właściciela condoapartamentu z tytułu najmu wypłacane będzie w wysokości 8% rocznie wartości netto lokalu bez uwzględnienia ceny miejsca parkingowego. W sytuacji korzystania z pobytu właścicielskiego wartość ta wynosić będzie również 8% w stosunku rocznym. Pobyt właścicielski wyceniono na kwotę 50 zł za jeden dzień pobytu przy możliwości 30 dniowego pobytu.

Tabela 6.4. Przychód generowany przez nieruchomość Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba

	8%	8%
Od wartości netto lokalu + miejsce parkingowe	32 590.80 zł	32 590.80 zł – 1500 (50 x 30) zł 31090.80 zł
Roczny przychód pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia	31 064,02 zł	29 564,02 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie umowy z operatorem.

Z analizy umowy wynika, że dodatkowym kosztem dla inwestora pozostaje opłacenie podatku od nieruchomości oraz zawarcie polisy ubezpieczenia lokalu. Ustalanie wysokości zobowiązania podatkowego dokonuje się na podstawie ustawy³ oraz uchwały lokalnego sa-

³ Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych.

morządu⁴. W przypadku Szklarskiej Poręby wysokość stawki podatku w 2020 roku za 1m² powierzchni wynosi 23,90 zł w stosunku rocznym.

Tabela 6.5. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba

Rodzaj kosztu	Wysokość
Ubezpieczenie lokalu	740 zł
Podatek od nieruchomości	23.9 zł x 32,92 m ² = 786,78 zł
Razem	1526,78 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwały samorządu i kalkulacji ubezpieczenia zgodnie z ofertą.

Roczny dochód za lokal w 2020 roku w zależności od przyjętego wariantu pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia wynosi:

- dla wariantu bez pobytu właścicielskiego 31 064,02 zł,
- dla wariantu zawierającego pobyt właścicielski 29 564,02 zł.

W tabeli 6.6 ujęto wskaźniki omówione w rozdziale 5 dla inwestycji. Aby zawrzeć umowę z operatorem należy uwzględnić zakup wyposażenia oraz miejsca parkingowego, które nie będą generowały przychodów w kolejnych latach.

Tabela 6.6. Porównanie kosztów zakupu lokalu Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba, przychodów oraz luk (w zł)

UWC	RWC	URP-1	HRPR-1	PUZI	HRRZI	LZI
407 385	501 703	8% = 32590,80	40 136,24	8	6,496	1,504
Roczny dochód z zainwestowanych 100 tys. zł				luki dochodowe		
Zgodnie z zapisami umowy	Wielkość rzeczywista	LRRP100	LUWCRWC	LUPRP		
8000	6496	1504	94 318	7545,44		

Źródło: opracowanie własne.

Analizując dane zaprezentowane w tabeli 6.6 można zaobserwować rozbieżności pomiędzy poszczególnymi parametrami. Proces zakupu lokalu wymaga dodatkowych nakładów finansowych po to, aby zawrzeć umowę z operatorem i są to znaczne kwoty. Luka (LUWCRWC) między wartościami wynosi 94 318 zł. Można więc zaobserwować rozbieżności między wartościami umownymi i rzeczywistymi w zakresie wysokości oprocentowania – luka (LZI) to 1,504% wartości lokalu w stosunku rocznym. W wymiarze finansowym to jest 7545,44 zł rocznie. Analizując wartość zwrotu z zainwestowanych 100 tys. zł również występuje luka (LRRP100) 1504 zł rocznie. Analizując zapisy umowne oraz rzeczywiste przychody wyłania się obraz znacznych rozbieżności, co powoduje, że stopy zwrotu są niższe od umownych.

⁴ Uchwała nr XVIII/171/19 Rady Miejskiej w Szklarskiej Poręby z 30.10.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.

Inwestycja Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station – cena

lokal	532 301 zł netto
wyposażenie	57 757 zł netto
razem	590 058 zł netto
podatek VAT 23%	135 713,34 zł
kwota brutto	725 771,34 zł
kwota, od której operator nalicza czynsz	590 058,00 zł

Zgodnie z umową z operatorem, wynagrodzenie dla właściciela condopokoju w condohotelu z tytułu najmu wypłacane będzie w wysokości 6% rocznie wartości netto lokalu powiększonej o wartość wyposażenia. Umowa nie przewiduje pobytu właścicielskiego. Rekompensatą za pobyt jest przewidziany umownie udział z zysku wypracowanego przez hotel z działalności operacyjnej (gastronomicznej, sauna, fitness) – łącznie około 8,7%.

Tabela 6.7. Przychód generowany przez nieruchomość Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station

	6%	8,7%
Od wartości netto lokalu + wyposażenie	35 403,48 zł	51335,04 zł
Roczny przychód pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia	33 855,33 zł	49 786, 89 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie umowy z operatorem.

Z analizy umowy wynika, że dodatkowym kosztem dla inwestora pozostaje opłacenie podatku od nieruchomości oraz zawarcie polisy ubezpieczenia lokalu. Ustalanie wysokości zobowiązania podatkowego dokonuje się na podstawie ustawy⁵ oraz uchwały lokalnego samorządu⁶. W przypadku Warszawy wysokość stawki podatku w 2020 roku za 1m² powierzchni wynosi 23,90 zł w stosunku rocznym.

Tabela 6.8. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station

Rodzaj kosztu	Wysokość
Ubezpieczenie lokalu	802 zł
Podatek od nieruchomości	23,9 zł x 31,22 m ² = 746,15 zł
Razem	1548,15 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwały samorządu i kalkulacji ubezpieczenia zgodnie z ofertą.

Roczny dochód za lokal w 2020 r. w zależności od przyjętego wariantu pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia wynosi:

- dla wariantu podstawowego bez dochodu z innej działalności operacyjnej 33 855,33 zł,

⁵ Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych.

⁶ Uchwała nr XXI/537/2019 Rady Miasta Stołecznego Warszawy z 7.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.

- dla wariantu zawierającego dochód z działalności operacyjnej obiektu 49 786, 89 zł

Umowa nie przewiduje dodatkowych kosztów, takich jak zakup miejsca parkingowego czy wyposażenia. Nie przewiduje również możliwości korzystania z nieruchomości w ramach tzw. pobytu właścicielskiego. W przypadku tej nieruchomości umowa przewiduje udział w zysku oraz „przychód gwarantowany” na niskim poziomie. Udział w zysku całego hotelu oraz dodatkowych części wspólnych typu restauracja, spa, określa się na podstawie rozliczenia, zgodnego ze standardami sprawozdawczości finansowej. Dane przedstawiono w tabeli 6.9.

Tabela 6.9. Porównanie kosztów zakupu lokalu Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station, przychodów oraz luk (w zł)

UWC	RWC	URP-1	HRPR-1	PUZI	HRRZI	LZI
59 0058	59 0058	6% = 35403,48	51 335,046	6	8,7	-2,7
Roczny dochód z zainwestowanych 100 tys zł				luki dochodowe		
Zgodnie z zapisami umowy	Wielkość rzeczywista	LRRP100	LUWCRWC	LUPRP		
6000	8700	+2700	0	–		

Źródło: opracowanie własne.

Analiza tych samych parametrów daje zupełnie inny obraz. Umowa przewiduje część stałą oraz zmienną uzależnioną od osiągnięcia zysków z całego obiektu i części wspólnych, takich jak restauracja, spa czy sala konferencyjna. Nie występują w przypadku tej inwestycji rozbieżności w cenie zakupu lokalu. Wartość zwrotu z inwestycji liczona w procentach jest wyższa od gwarantowanej umową. Przychody są szacowane na 2,7 p.p. (%) wyższe, tym samym liczony w pieniądzu dochód również o 15 932 zł rocznie. Podobna sytuacja jest z parametrem zwrotu z zainwestowanych 100 tys. zł, przewiduje się że będzie on wyższy niż umowny o 2700 zł rocznie.

Inwestycja Frombork Eco Masuria – cena

lokal	300 000 zł netto
wyposażenie	0,00 zł netto
razem	300 000 zł netto
podatek VAT 23%	69 000 zł
kwota brutto	369 000 zł
kwota, od której operator nalicza czynsz	300 000,00 zł

Zgodnie z umową z operatorem, wynagrodzenie dla właściciela condoapartamentu z tytułu najmu wypłacane będzie w wysokości 7% rocznie wartości netto lokalu. W sytuacji korzystania z pobytu właścicielskiego wartość ta wynosić będzie również 7% w stosunku rocznym.

Tabela 6.10. Przychód generowany przez nieruchomość Frombork Eco Masuria

	7%	7%
Od wartości netto lokalu + miejsce parkingowe	21 000,00 zł	21 000,00 zł
Roczny przychód pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia	19 921,00 zł	19 921,00 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie umowy z operatorem.

Z analizy umowy wynika, że dodatkowym kosztem dla inwestora pozostaje opłacenie podatku od nieruchomości oraz zawarcie polisy ubezpieczenia lokalu. Ustalanie wysokości zobowiązania podatkowego dokonuje się na podstawie ustawy⁷ oraz uchwały lokalnego samorządu⁸. W przypadku Fromborka wysokość stawki podatku w 2020 roku za 1m² powierzchni wynosi 23,90 zł w stosunku rocznym.

Tabela 6.11. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Frombork Eco Masuria

Rodzaj kosztu	Wysokość
Ubezpieczenie lokalu	601 zł
Podatek od nieruchomości	23,9 zł x 20,0 m ² = 478,00 zł
Razem	1 079,00 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwały samorządu i kalkulacji ubezpieczenia zgodnie z ofertą.

Roczny dochód za lokal w 2020 roku w zależności od przyjętego wariantu pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia wynosi:

- dla wariantu bez pobytu właścicielskiego 19 921,00 zł,
- dla wariantu zawierającego pobyt właścicielski 19 921,00 zł.

W tabeli 6.12 przedstawiono wskaźniki dla obiektu, umowa z operatorem przewiduje pobyt właścicielski nieodpłatny poza sezonem z wyłączeniem okresów o wzmożonym ruchu turystycznym. Nie przewidziano dodatkowych opłat związanych z wyposażeniem oraz nabyciem miejsca parkingowego.

Tabela 6.12. Porównanie kosztów zakupu lokalu Frombork Eco Masuria, przychodów, oraz luk (w zł)

UWC	RWC	URP-1	HRPR-1	PUZI	HRRZI	LZI
300 000	300 000	7% = 21 000	21 000	7	7	0
Roczny dochód z zainwestowanych 100 tys. zł				luki dochodowe		
Zgodnie z zapisami umowy	Wielkość rzeczywista	LRRP100	LUWCRWC	LUPRP		
7000	7000	0	0	0		

Źródło: opracowanie własne.

⁷ Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych.

⁸ Uchwała nr XI/114/19 Rady Miejskiej We Fromborku z 28.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.

Jedyna inwestycja wśród badanych, w której nie występują najmniejsze rozbieżności. Prosta i rzetelna konstrukcja umowy.

Inwestycja Radisson Resort Kołobrzeg – cena

lokal + miejsce parkingowe	409 780zł + 29 900zł =	439 680 zł netto
wyposażenie		49 900 zł netto
razem		489 580 zł netto
podatek VAT 23%		112 603,40 zł
kwota brutto		602 183,40 zł
kwota, od której operator nalicza czynsz		439 680,00 zł

Zgodnie z umową z operatorem, wynagrodzenie dla właściciela condoapartamentu z tytułu najmu wypłacane będzie w wysokości 5,5% rocznie wartości netto lokalu powiększone o cenę miejsca parkingowego. Natomiast w sytuacji korzystania z pobytu właścicielskiego wartość ta wynosić będzie 4,9 % w stosunku rocznym.

Tabela 6.13. Przychód generowany przez nieruchomość Radisson Resort Kołobrzeg

	5,5%	4,9%
Od wartości netto lokalu + miejsce parkingowe	24 182,40 zł	21 544,32 zł
Roczny przychód pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia	23 575,40 zł	20 937,32 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie umowy z operatorem.

Z analizy umowy wynika, że dodatkowym kosztem dla inwestora pozostaje opłacenie podatku od nieruchomości. Ustalanie wysokości zobowiązania podatkowego dokonuje się na podstawie ustawy⁹ oraz uchwały lokalnego samorządu¹⁰. W przypadku Kołobrzegu wysokość stawki podatku w 2020 roku za 1m² powierzchni wynosi 23,90 zł w stosunku rocznym.

Tabela 6.14. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Radisson Resort Kołobrzeg

Rodzaj kosztu	Wysokość
Ubezpieczenie lokalu	0,00 zł (opłaca operator)
Podatek od nieruchomości	23,9 zł x 25,40 m ² = 607 zł
Razem	607 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwały samorządu i kalkulacji ubezpieczenia zgodnie z ofertą.

Roczny dochód za lokal w 2020 roku w zależności od przyjętego wariantu pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia wynosi:

- dla wariantu bez pobytu właścicielskiego 23 575,40 zł,
- dla wariantu zawierającego pobyt właścicielski 20 937,32 zł.

W tabeli 6.15 przedstawiono wskaźniki dla obiektu w Kołobrzegu. Umowa z operatorem przewiduje dodatkowe koszty, takie jak zakup wyposażenia i parkingu. Czynsz naliczany jest również od wartości parkingu w identycznej wysokości jak od apartamentu.

⁹ Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych.

¹⁰ Uchwała nr XV/195/19 Rady Miasta Kołobrzeg z 5.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.

Tabela 6.15. Porównanie kosztów zakupu lokalu Radisson Resort Kołobrzeg, przychodów oraz luk (w zł)

UWC	RWC	URP-1	HRPR-1	PUZI	HRRZI	LZI
439680	489580	5,5% = 24182,40	26926,90	5,5	4,934	0,566
Roczny dochód z zainwestowanych 100 tys. zł			luki dochodowe			
Zgodnie z zapisami umowy	Wielkość rzeczywista	LRRP100	LUWCRWC	LUPRP		
5500	4934	566	49900	2744,5		

Źródło: opracowanie własne.

Analizując wyniki zaprezentowane w tabeli 6.15 można zaobserwować rozbieżności między poszczególnymi parametrami. Proces zakupu lokalu wymaga dodatkowych nakładów finansowych po to, aby zawrzeć umowę z operatorem i są to znaczne kwoty. Luka (LUWCRWC) między wartościami wynosi 49 900 zł. Można więc zaobserwować rozbieżności między wartościami umownymi i rzeczywistymi w zakresie wysokości oprocentowania, luka (LZI) to 0,566% wartości lokalu w stosunku rocznym. W wymiarze finansowym jest to 2744,50 zł rocznie. Analizując wartość zwrotu z zainwestowanych 100 tys. zł również występuje luka (LRRP100) 566 zł rocznie. Analizując zapisy umowne oraz rzeczywiste przychody wyłania się obraz znacznych rozbieżności, co powoduje, że stopy zwrotu są niższe od umownych.

Inwestycja Baltin Hotel & Spa Mielenko – cena

lokal + miejsce parkingowe	349 000zł + 10 000zł =	359 000 zł netto
wyposażenie		30 000 zł netto
razem		389 000 zł netto
podatek VAT 23%		89 470 zł
kwota brutto		478 470 zł
kwota, od której operator nalicza czynsz		349 000,00 zł

Zgodnie z umową z operatorem, wynagrodzenie dla właściciela condoapartamentu z tytułu najmu wypłacane będzie w wysokości 8,5% rocznie wartości netto lokalu bez uwzględnienia wartości miejsca parkingowego. W sytuacji korzystania z pobytu właścicielskiego, wartość ta wynosić będzie 7,5% w stosunku rocznym.

Tabela 6.16. Przychód generowany przez nieruchomość Baltin Hotel & Spa Mielenko

	8,5%	7,5%
Od wartości netto lokalu + miejsce parkingowe	29 665 zł	26 175 zł
Roczny przychód pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia	29 126,53 zł	25 636,53 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie umowy z operatorem.

Z analizy umów wynika, że dodatkowym kosztem dla inwestora pozostaje opłacenie podatku od nieruchomości. Ustalanie wysokości zobowiązania podatkowego dokonuje się na

podstawie ustawy¹¹ oraz uchwały lokalnego samorządu¹². W przypadku Mielna wysokość stawki podatku w 2020 roku za 1m² powierzchni wynosi 23,90 zł w stosunku rocznym.

Tabela 6.17. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Baltin Hotel & Spa Mielenko

Rodzaj kosztu	Wysokość
Ubezpieczenie lokalu	0 zł
Podatek od nieruchomości	23,20 zł x 23,21 m ² = 538,47 zł
Razem	538,47 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwały samorządu i kalkulacji ubezpieczenia zgodnie z ofertą.

Roczny dochód za lokal w 2020 roku w zależności od przyjętego wariantu pomniejszony o koszty podatku od nieruchomości i ubezpieczenia wynosi:

- dla wariantu bez pobytu właścicielskiego 29 126,53 zł,
- dla wariantu zawierającego pobyt właścicielski 25 636,53 zł.

W tabeli 6.18 przedstawiono wskaźniki dla inwestycji w Mielnie. Umowa przewiduje obowiązkowy zakup miejsca parkingowego i wyposażenia. Czynn timer nalicza od wartości netto lokalu. Zakup parkingu i wyposażenia nie generuje dodatkowych przychodów.

Tabela 6.18. Porównanie kosztów zakupu lokalu Baltin Hotel & Spa Mielenko, przychodów oraz luk (w zł)

UWC	RWC	URP-1	HRPR-1	PUZI	HRRZI	LZI
349 000	389 000	8,5 % = 29 665	33 065	8,5	7,626	0,874
Roczny dochód z zainwestowanych 100 tys. zł				Luki dochodowe		
Zgodnie z zapisami umowy	Wielkość rzeczywista	LRRP100	LUWCRWC	LUPRP		
8500	7626	874	40 000	3400		

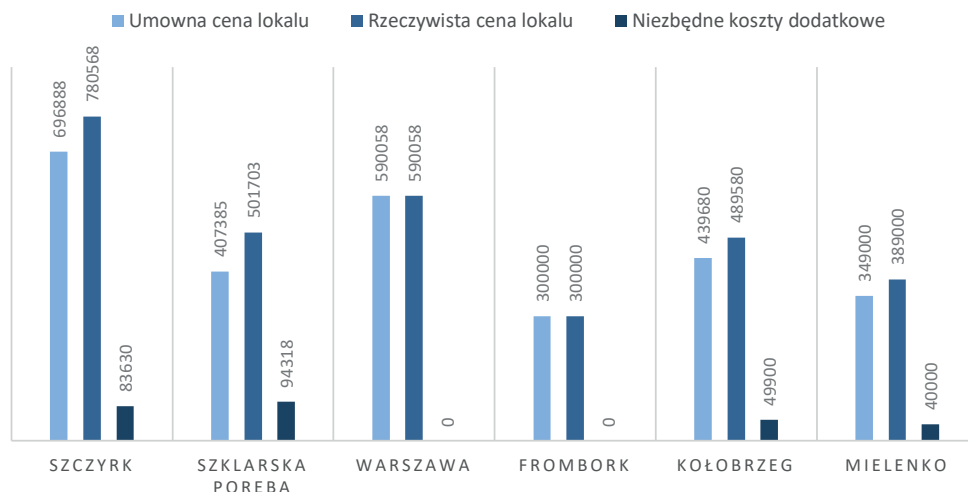
Źródło: opracowanie własne.

Analizując dane przedstawione w tabeli 6.18, można zaobserwować rozbieżności między poszczególnymi parametrami. Proces zakupu lokalu wymaga dodatkowych nakładów finansowych po to, aby zawrzeć umowę z operatorem i są to znaczne kwoty. Luka (LUWCRWC) między wartościami wynosi 40 tys. zł. Można zaobserwować rozbieżności między wartościami umownymi i rzeczywistymi w zakresie wysokości oprocentowania – luka (LZI) to 0,874% wartości lokalu w stosunku rocznym. W wymiarze finansowym to jest 3400 zł rocznie. Analizując wartość zwrotu z zainwestowanych 100 tys. zł, również występuje luka (LRRP100) 874 zł rocznie. Analizując zapisy umowne oraz rzeczywiste przychody wyłania się obraz znacznych rozbieżności, co powoduje, że stopy zwrotu są niższe od umownych.

Na rysunku 6.1 zaprezentowano ceny rzeczywiste lokali wraz z niezbędnymi kosztami dodatkowymi do zawarcia umowy. Ponadto zaprezentowano dane umowne od których operator nalicza czynsz

¹¹ Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych.

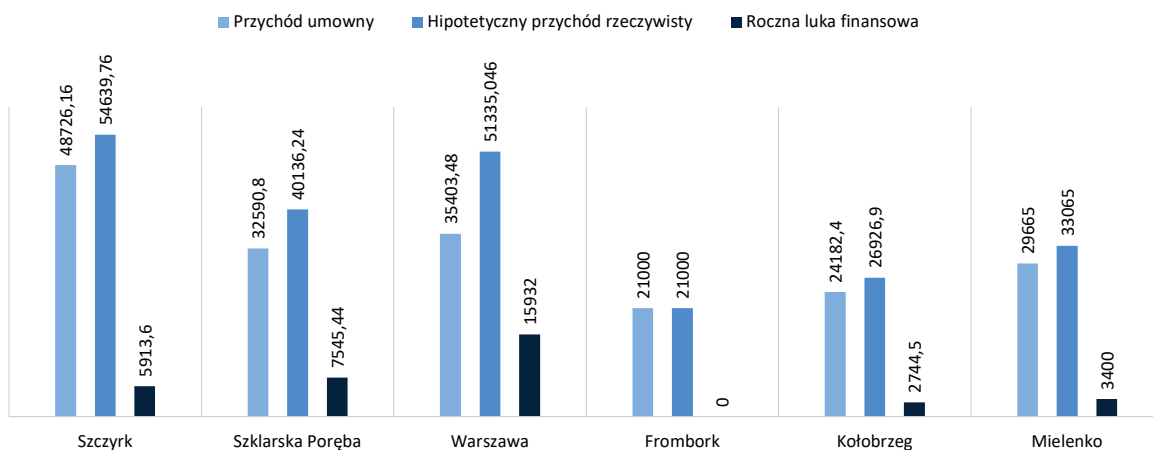
¹² Uchwała nr XV/142/2019 Rady Miejskiej Mielna z 29.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.



Rysunek 6.1. Ceny zakupu badanych condonieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

W badanych przypadkach, zauważono rozbieżność pomiędzy ceną lokalu, od której naliczany jest czynsz, a rzeczywistą ceną lokalu. Cena lokalu najczęściej powiększana jest o konieczność zakupu miejsca parkingowego oraz wyposażenia lokalu. Na sześć badanych inwestycji w czterech należy dokonać dodatkowych wydatków niezbędnych do podpisania umowy najmu. Ceny lokalu oraz dodatkowych kosztów przedstawiono na wykresie 6.1.



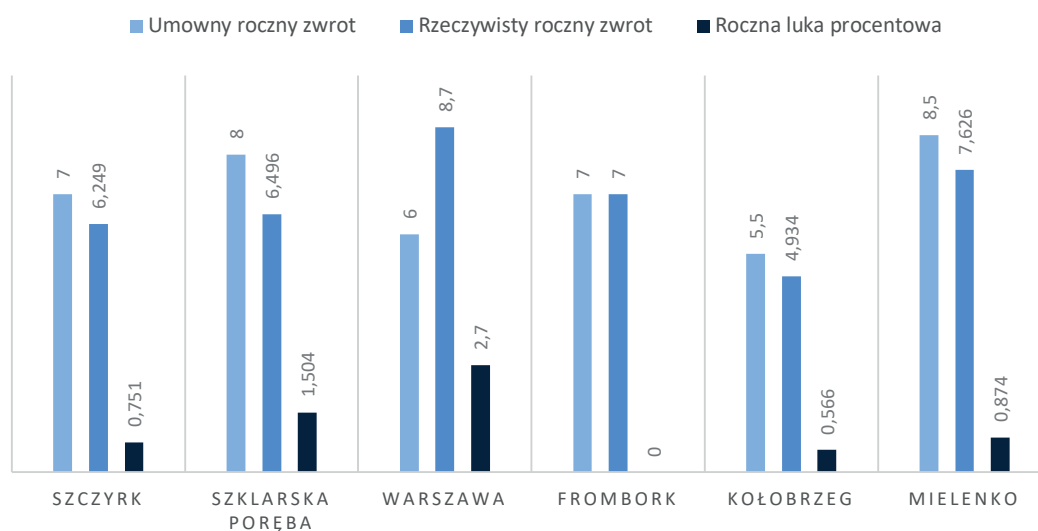
Rysunek 6.2. Przychody roczne dla wybranych condonieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

Na wykresie 6.2 zaprezentowano dane dotyczące rocznych przychodów, które generują badane condonieruchomości. Można zauważyć, że, w czterech na sześć, przychód jest inny (mniejszy) niż przewiduje umowa. Wynika to z konieczności zakupu dodatkowych składników inwestycji. Jedynie inwestycja we Fromborku generuje przychody na poziomie

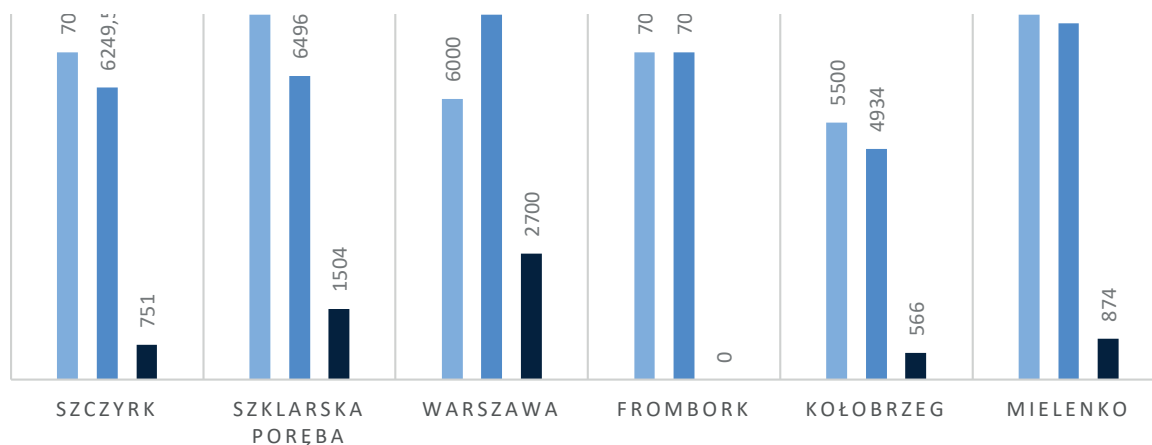
zagwarantowanym umową. W przypadku Warszawy, gdzie czynsz jest wypłacany jako udział w zysku, nie zachodzi zjawisko luki finansowej, ale nadwyżki.

Podobnie jak w przypadku rocznej luki finansowej, rzeczywiste stopy zwrotu odbiegają od gwarantowanych zawartą umową, por. rys 6.3. Identycznie jak w przypadku rocznej luki finansowej, zaobserwować można roczną lukę procentową. W badanych przypadkach luka nie występuje w inwestycji we Fromborku, a w przypadku Warszawy zachodzi nadwyżka w stosunku do zapisów umowy.



Rysunek 6.3. Roczne stopy zwrotu dla badanych inwestycji

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 6.4. Inwestycja 100 tys. zł na rynku condonieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

Na wykresie 6.4 przedstawiono roczny przychód z zainwestowanych 100 tys. zł w wybrane condonieruchomości. Biorąc pod uwagę warunki umowne oraz rzeczywistą wartość przychodu, należy zauważyć, że wartości są inne od oczekiwanych. Nie zawsze gwarantowane stopy

zwrotu obliczane są od pełnej rzeczywistej ceny lokalu. Konkretnie w Warszawie wypłacany czynsz jest udziałem w zyskach całego obiektu. W zależności od umiejętności operatora zysk będzie większy, lub mniejszy. W przypadku warszawskiej inwestycji, nie mamy do czynienia z luką finansową, lecz z nadwyżką. Uzależnienie dochodów w tym przypadku związane jest wyłącznie z kondycją finansową hotelu co z kolei uzależnione jest od umiejętności operatora w zarządzaniu obiektem oraz umiejętnością pozyskiwania gości.

6.2. Badanie efektywności inwestycji

Badaniu poddano te same condojednostki jak w punkcie 6.1. Obliczając wskaźniki, nie prognozowano wysokości inflacji w przyszłości z uwagi na badany długi okres. Wyznaczenie prognozowanego stopnia inflacji w 20-letnim życiu projektu inwestycyjnego jest niemożliwe.

Wszystkie badane umowy dotyczące 6-ciu wymienionych inwestycji zaopatrzone są w zapis o corocznej indeksacji czynszu o wskaźnik inflacji obliczony na podstawie publikowanej informacji przez GUS za rok miniony. Do obliczeń przyjęto ceny z 2020 roku i na tej podstawie dokonano obliczeń wskaźników wymienionych w rozdziale 5 dla poszczególnych nieruchomości.

Na podstawie danych publikowanych przez NBP dokonano analizy cen nieruchomości w poszczególnych miejscowościach za lata 2006–2020. Wyznaczono wskaźniki oraz dokonano obliczeń zmian cen nieruchomości i porównano ze wzrostem inflacji w tym samym okresie.

Ustalenie stopy dyskonta – stopę dyskonta ustalono na podstawie kosztu pozyskania kapitału oraz uwzględniając poziom ryzyka. Poziom inflacji przyjęto na podstawie danych NBP¹³ opublikowane w *Raporcie o inflacji* na poziomie celu inflacyjnego 2%. Stopę dyskonta wyznaczono na podstawie wzoru uwzględniającego stopę bazową, stopę inflacji oraz stopę ryzyka, zgodnie z metodą opisaną w rozdziale 5. Do obliczeń przyjęto średnią arytmetyczną oprocentowania obligacji skarbowych oraz innych sposobów lokowania środków finansowych w bezpieczne instrumenty finansowe.

Stopę dyskonta niezbędną do obliczenia NPV dla wszystkich badanych inwestycji przyjęto na tym samym poziomie, czyli 3% uwzględniając warunki rynkowe w 2020 roku oraz stopień inflacji, a także ryzyko związane z wieloma procesami występującymi na rynku nieruchomości, szczególnie w obszarze nieruchomości komercyjnych obejmujących specyfikę condonieruchomości.

W celu wyznaczenia mierników opisanych w rozdziale 5 niezbędnym jest przytoczenie danych na podstawie których wyznaczono stopę dyskonta, dane przedstawiono w tabeli 6.19.

¹³ *Raport o inflacji*, listopad 2020 r., www.nbp.pl (25.01.2021; publikacja marzec i listopad 2020).

Tabela 6.19. Bezpieczne instrumenty finansowe

Rodzaj instrumentu finansowego	Wysokość oprocentowania na dzień 25.01.2021
Obligacje 10-letnie	1,7% pierwszy rok, kolejne 1% (1,07% + 2%)
Obligacje 4-letnie	1,3 pierwszy rok, kolejny 0,75% (0,89% + 2%)
Obligacje 3-letnie	1,1% pierwsze 6 miesięcy kolejne 1% (0,017% + 2%)
Bankowa lokat 1-roczna	3 % dla kwot powyżej 200 tys. zł
Bankowa lokata 3-letnia	3%
Bankowa lokata 5-letnia	3%
Średnia	2.996

Źródło: opracowanie własne.

$$R_b = 2,996\%$$

Stopa inflacji przyjęta do obliczeń 2%.

Stopę dyskonta wyznacza się ze wzoru:

$$r_d = r_b \times r_o \text{ gdzie } r_o = r_r \times r_i$$

$$R_b = \frac{1 + \text{stopa nominalna oprocentowania depozytów bankowych } (r_b)}{1 + \text{stopa inflacji}} - 1$$

R_r – ryzyko inwestowania 1,2; 1,5; 2,0 w zależności od źródeł pochodzenia kapitału

R_i – ryzyko indywidualne, waga 1,1; 1,3; 1,5

Zgodnie z przyjętymi danymi wyznaczono:

$$R_b = \frac{1 + 0,02996\%}{1 + 0,02\%} - 1 = 0,009764\% = 0,977\%$$

Przyjęto 1%

Z uwagi na sytuację na rynkach oraz niepewność procesów gospodarczych, zainwestowane środki własne oceniono jako wysoce ryzykowne.

Rynkowe ryzyko inwestowania $r_r = 2,0$ (środki własne)

Niepewność gospodarcza oraz kryzys i obostrzenia na rynku usług turystycznych tworzą ryzyko w zakresie podejmowanych decyzji. Podczas obliczeń uwzględniono ryzyko ograniczenia wydatków turystycznych w segmencie nieruchomości typu PREMIUM jakim są condoapartamenty.

Ryzyko indywidualne wyznaczono zgodnie z zasadą opisaną w rozdziale 5:

- perspektywy rozwoju 1,5 (duże),
- prawdopodobieństwo napotkania barier popytu 1,5 (duże),
- konkurencja 1,5 (duże).

$$R_i = (1,5 + 1,5 + 1,5) / 3 = 1,5$$

Przyjęto 1,5

Wysokość stopy dyskonta:

$$R_d = 1\% \times 2,0\% \times 1,5\%$$

$$R_d = 3,0\%$$

Wysokość stopy dyskonta przyjęto na poziomie 3%

Inwestycja Aries Residence & Spa Szczyrk

W tabeli 6.20 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy nieprzewidującej pobytu właścicielskiego. Dane wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.20. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla Aries Residence & Spa Szczyrk

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
696 888 zł Wartość początkowa inwestycji	696 888 zł Wartość początkowa inwestycji		780 578 zł Wartość początkowa inwestycji	780 578 zł Wartość początkowa inwestycji
-93%	-93%	1	-94%	-94%
-70%	-70%	2	-72%	-72%
-50%	-51%	3	-53%	-53%
-37%	-38%	4	-39%	-40%
-27%	-28%	5	-29%	-30%
-20%	-21%	6	-22%	-23%
-15%	-16%	7	-17%	-18%
-11%	-12%	8	-13%	-14%
-8%	-9%	9	-10%	-11%
-6%	-7%	10	-8%	-8%
-4%	-5%	11	-6%	-6%
-3%	-3%	12	-4%	-5%
-1%	-2%	13	-3%	-3%
0%	-1%	14	-2%	-2%
1%	0%	15	-1%	-1%
1%	1%	16	0%	0%
2%	2%	17	1%	0%
3%	2%	18	1%	1%
3%	3%	19	2%	1%
3%	3%	20	2%	2%

*wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.20 obrazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 14 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty pomiędzy 16 a 17 rokiem (okresem rozliczeniowym). W tabeli 6.21 przedstawiono wyniki

wartości bieżącej netto NPV dla poszczególnych wariantów zapisów umownych oraz obliczeń wyników rzeczywistych. Przy podejmowaniu ryzyka przez inwestora, dane z tabeli 6.21 mogą pomóc w podjęciu decyzji. Nie należy ich jednak traktować jako wartości kategorycznie dyskwalifikujące bądź akceptujące dla konkretnej nieruchomości. Dane o wskaźniku NPV są jednym z wielu czynników, które należy rozpatrywać podejmując decyzję o zainwestowaniu środków finansowych na rynku condonieruchomości.

W rynek nieruchomości komercyjnych, w tym condonieruchomości, angażowane są środki finansowe o wysokiej wartości, dlatego należy decyzje podejmować z dużą starannością i rozważą, na podstawie rzetelnych danych.

Dane w tabeli 6.21 mogą pomóc właściwie interpretować wyniki, na podstawie wariantów opisanych w rozdziale 5, czyli ile potrzeba czasu na zwrot zainwestowanego kapitału przy określonym wariancie. W przypadku tej inwestycji biorąc pod uwagę wyłącznie dodatnie wskaźniki wartości NPV, należałoby podejmować decyzję na podstawie tylko wartości w kolumnie pierwszej i drugiej dla 20-letniego okresu, bo tylko te dwie wartości są dodatnie, co zgodnie z przesłankami pozwala zaakceptować inwestycję. Z obliczeń wynika, że gdyby operator wypłacał czynsz od rzeczywistej wartości, to wskaźniki są korzystniejsze – por. warianty opisane w rozdziale 5 (zob. tab. 6.21).

Tabela 6.21. Wartości NPV dla wybranych parametrów w wyszczególnionym okresie dla inwestycji Aries Residence & Spa Szczyrk

Przychód roczny NPV	URP-1	URP-2	URPPW-1	URPPW-2	HRPR-1	HRPRPW	RRP100	RPUKRL-1	RPUKRLPW
NPV 5 lat	-466 955,26 zł	-475 576,09 zł	-499 802,80 zł	-508 423,57 zł	-523 032,40 zł	-559 824,63 zł	-70 543,00 zł	-550 645,26 zł	-583 492,80 zł
NPV 10 lat	-280 766,28 zł	-296 367,85 zł	-340 212,24 zł	-355 813,73 zł	-314 483,79 zł	-381 068,68 zł	-46 690,07 zł	-364 456,28 zł	-423 902,24 zł
NPV 15 lat	-114 529,74 zł	-136 363,99 zł	-197 723,78 zł	-219 557,90 zł	-128 283,74 zł	-221 468,63 zł	-25 393,28 zł	-198 219,74 zł	-281 413,78 zł
NPV 20 lat	28 867,36 zł	1 656,76 zł	-74 811,98 zł	-102 022,43 zł	32 334,07 zł	-83 796,23 zł	-7 022,48 zł	-54 822,64 zł	-158 501,98 zł

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 6.22 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy przewidującej pobyt właścicielski. Wyniki zawarte w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.22. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 inwestycja Aries Residence & Spa Szczyrk

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
696 888 zł wartość początkowa inwestycji	696 888 zł wartość początkowa inwestycji		780 578 zł wartość początkowa inwestycji	780 578 zł wartość początkowa inwestycji
-94%	-94%	1	-95%	-95%
-72%	-73%	2	-75%	-75%
-53%	-54%	3	-56%	-56%
-40%	-41%	4	-43%	-43%
-30%	-31%	5	-33%	-33%
-23%	-24%	6	-26%	-26%
-18%	-19%	7	-21%	-21%
-14%	-15%	8	-16%	-16%
-11%	-12%	9	-13%	-13%
-8%	-9%	10	-11%	-11%
-6%	-7%	11	-9%	-9%
-5%	-5%	12	-7%	-7%
-3%	-4%	13	-5%	-5%
-2%	-3%	14	-4%	-4%
-1%	-2%	15	-3%	-3%
0%	-1%	16	-2%	-2%
0%	0%	17	-1%	-1%
1%	0%	18	0%	-1%
1%	1%	19	0%	0%
2%	1%	20	1%	0%

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.23 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach opisanych w rozdziale 5, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 16 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty – po 19 latach (okresach rozliczeniowych).

Inwestycja Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba

W tabeli 6.23 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy nieprzewidującej pobytu właścicielskiego. Wyniki zawarte w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.23. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wybranych inwestycji Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
447 385 zł wartość początkowa inwestycji	447 385 zł wartość początkowa inwestycji		501 703 zł Wartość początkowa inwestycji	501 703 zł Wartość początkowa inwestycji
-92%	-92%	1	-94%	-94%
-67%	-68%	2	-71%	-72%
-48%	-49%	3	-52%	-53%
-34%	-35%	4	-38%	-39%
-24%	-25%	5	-29%	-30%
-18%	-19%	6	-22%	-23%
-13%	-14%	7	-17%	-17%
-9%	-10%	8	-13%	-13%
-6%	-7%	9	-10%	-10%
-4%	-5%	10	-7%	-8%
-2%	-3%	11	-5%	-6%
-1%	-1%	12	-4%	-4%
1%	0%	13	-2%	-3%
2%	1%	14	-1%	-2%
1%	1%	15	0%	-1%
2%	1%	16	0%	0%
2%	2%	17	1%	1%
3%	2%	18	2%	1%
3%	3%	19	2%	2%
4%	3%	20	3%	2%

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.23 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach opisanych w rozdziale 5, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 12 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty – po 16 latach (okresem rozliczeniowym).

W tabeli 6.24 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy przewidującej pobyt właścicielski. Wyniki zawarte w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.24. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
407 385 zł wartość początkowa inwestycji	407 385 zł wartość początkowa inwestycji		501 703 zł wartość początkowa inwestycji	501 703 zł wartość początkowa inwestycji
-92%	-93%	1	-94%	-94%
-68%	-69%	2	-73%	-73%
-49%	-50%	3	-54%	-54%
-35%	-36%	4	-40%	-40%
-25%	-26%	5	-31%	-31%
-19%	-20%	6	-23%	-23%
-14%	-15%	7	-18%	-18%
-10%	-11%	8	-14%	-14%
-7%	-8%	9	-11%	-11%
-5%	-5%	10	-9%	-9%
-3%	-4%	11	-7%	-7%
-1%	-2%	12	-5%	-5%
0%	-1%	13	-4%	-4%
1%	0%	14	-2%	-2%
2%	1%	15	-2%	-2%
2%	2%	16	0%	-1%
3%	2%	17	1%	0%
4%	3%	18	1%	1%
4%	3%	19	2%	1%
4%	4%	20	2%	2%

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.24 dowodzi po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 13 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty – po 17 latach (okresem rozliczeniowym).

W tabeli 6.25 przedstawiono wyniki wartości bieżącej netto NPV dla poszczególnych wariantów opisanych w rozdziale 5 zapisów umownych oraz obliczeń wyników rzeczywistych. Przy podejmowaniu ryzyka przez inwestora dane z tabeli mogą być pomocą przy podejmowaniu decyzji. Nie należy ich jednak traktować jako wartości kategorycznie dyskwalifikujących bądź akceptujących dla konkretnej nieruchomości. Wskaźnik NPV jest jednym z wielu

czynników, które należy rozpatrywać podejmując decyzję o zainwestowaniu środków finansowych na rynku condonieruchomości.

Rynek nieruchomości komercyjnych, w tym condonieruchomości angażuje środki finansowe o wysokiej wartości, dlatego należy decyzję podejmować z dużą starannością i rozważą, wykorzystując rzetelne dane. Zaprezentowane w tabeli dane opisane w rozdziale 5 mogą pomóc właściwie zinterpretować wyniki przedstawionych wariantów. Wskaźniki NPV dla tej inwestycji są korzystne w wielu wariantach dla 20-letniego okresu. Sześć pierwszych kolumn przedstawia dodatnie wartości, co zgodnie z przyjętymi przesłankami pozwala zaakceptować inwestycję w zakresie przedstawionym w tabeli.

Tabela 6.25. Wartości NPV dla poszczególnych parametrów w wyszczególnionym okresie dla Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba

Przychód roczny NPV	URP-1	URP-2	URPPW-1	URPPW-2	HRPR-1	HRPRPW	RRP100	RPUKRL-1	RPUKRLPW
NPV 5 lat	-253 769,58 zł	-260 966,00 zł	-260 839,77 zł	-268 036,19 zł	-312 522,46 zł	-319 592,65 zł	-69 381,37 zł	-348 087,58 zł	-355 157,77 zł
NPV 10 lat	-129 378,87 zł	-142 402,61 zł	-142 174,17 zł	-155 197,91 zł	-159 332,73 zł	-172 128,04 zł	-44 587,80 zł	-223 696,87 zł	-236 492,17 zł
NPV 15 lat	-18 318,15 zł	-36 544,75 zł	-36 225,05 zł	-54 451,65 zł	-22 559,17 zł	-40 466,07 zł	-22 451,17 zł	-112 636,15 zł	-130 543,05 zł
NPV 20 lat	77 483,81 zł	54 769,18 zł	55 167,60 zł	32 452,96 zł	95 422,90 zł	73 106,69 zł	-3 355,92 zł	-16 834,19 zł	-39 150,40 zł

Źródło: opracowanie własne.

Inwestycja Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station

W tabeli 6.26 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy nieprzewidującej pobytu właścicielskiego. Wyniki zawarte w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska za-inwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości opisanych w rozdziale 5 w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.26. Wewnętrzne stopy zwrotu inwestycji Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
590058 zł wartość początkowa inwestycji	590058 zł wartość początkowa inwestycji		590058 zł wartość początkowa inwestycji	590058 zł wartość początkowa inwestycji
-94%	-94%	1	-91%	-92%
-72%	-73%	2	-66%	-66%
-53%	-54%	3	-46%	-46%
-40%	-41%	4	-32%	-33%

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
-30%	-31%	5	-23%	-23%
-23%	-24%	6	-16%	-17%
-18%	-19%	7	-11%	12%
-14%	-15%	8	-7%	-8%
-11%	-12%	9	-5%	-5%
-8%	-9%	10	-2%	-3%
-6%	-7%	11	-1%	-1%
-5%	-5%	12	1%	0%
-3%	-4%	13	2%	1%
-2%	-3%	14	3%	2%
-1%	-2%	15	4%	3%
1%	1%	16	6%	6%
2%	1%	17	7%	6%
2%	2%	18	7%	7%
3%	2%	19	8%	7%
3%	3%	20	8%	7%

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.26 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach opisanych w rozdziale 5 w zależności od konfiguracji nastąpi to po 16 latach (okresach rozliczeniowych), a biorąc pod uwagę optymistyczny wariant i uzyskanie optymistycznych założeń – po 12 latach (okresach rozliczeniowych).

W tabeli 6.27 przedstawiono wyniki wartości bieżącej netto NPV dla poszczególnych wariantów zapisów umownych oraz obliczeń wyników rzeczywistych. Przy podejmowaniu ryzyka przez inwestora dane z tabeli mogą pomóc w podjęciu decyzji. Nie należy ich jednak traktować jako wartości kategorycznie dyskwalifikujących bądź akceptujących dla konkretnej nieruchomości. Wskaźnik NPV to jeden z wielu czynników, które należy rozpatrywać podejmując decyzję o zainwestowaniu środków finansowych na rynku condonieruchomości.

W rynek nieruchomości komercyjnych, w tym condonieruchomości angażowane są środki finansowe o wysokiej wartości, dlatego należy decyzję podejmować z dużą starannością i rozważą, wykorzystując rzetelne dane. Zaprezentowane w tabeli dane mogą pomóc właściwie zinterpretować wyniki przedstawionych wariantów. Korzystne wskaźniki NPV zaobserwować się daje już przy 15-letnim okresie inwestycyjnym. Nie ma jednak gwarancji umownej, że korzystne wskaźniki uda się utrzymać. W przypadku tej inwestycji w tabeli przedstawiono dane dla stóp zwrotu na poziomie 8,7% z uwagi na specyfikę umowy zawierającej zapisy udziału

inwestora w zyskach całego hotelu, proporcjonalnie do zysku wypracowanego przez np. restaurację, sale konferencyjne, obliczanego zgodnie z zasadami rachunkowości.

Tabela 6.27. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station

Przychód roczny NPV	URP-1	URP-2	HRPR-1	HRPR-1 pomniejszone o wartość podatku i ubezpieczenia	RRP100	RRP100
NPV 5 lat	–423 185,13 zł	–430 482,27 zł	–348 092,37 zł	–355 389,51 zł	–71 719,24 zł	–58 992,90 zł
NPV 10 lat	–288 059,13 zł	–301 265,17 zł	–152 159,70 zł	–165 365,73 zł	–48 818,78 zł	–25 787,24 zł
NPV 15 lat	–167 413,55 zł	–185 895,27 zł	22 776,38 zł	4 294,66 zł	–28 372,39 zł	3 860,04 zł
NPV 20 lat	–63 343,62 zł	–86 376,18 zł	173 677,77 zł	150 645,20 zł	–10 735,15 zł	29 434,03 zł

Źródło: opracowanie własne.

Inwestycja Frombork Eco Masuria

W tabeli 6.28 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy nieprzewidującej pobytu właścicielskiego. Wyniki w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.28. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 Frombork Eco Masuria

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)
300 000 zł wartość początkowa inwestycji	300 000 zł wartość początkowa inwestycji	
–93%	–93%	1
–70%	–71%	2
–50%	–51%	3
–37%	–38%	4
–27%	–28%	5
–20%	–21%	6
–15%	–16%	7
–11%	–12%	8
–8%	–9%	9
–6%	–7%	10

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)
-4%	-5%	11
-3%	-3%	12
-1%	-2%	13
0%	-1%	14
1%	0%	15
1%	1%	16
2%	1%	17
3%	2%	18
3%	2%	19
3%	3%	20

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** – wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.28 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach, nastąpi to po 14 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty związane z podatkiem od nieruchomości i ubezpieczeniem lokalu po 15 latach (okresach rozliczeniowych).

W tabeli 6.29 przedstawiono wyniki wartości bieżącej netto NPV dla poszczególnych wariantów zapisów umownych oraz obliczeń wyników rzeczywistych. Przy podejmowaniu ryzyka przez inwestora dane z tabeli mogą pomóc przy podejmowaniu decyzji. Nie należy ich jednak traktować jako wartości katgorycznie dyskwalifikujących bądź akceptujących dla konkretnej nieruchomości. Wskaźnik NPV to jeden z wielu czynników, które należy rozpatrywać podejmując decyzję o zainwestowaniu środków finansowych na rynku condonieruchomości. W rynek nieruchomości komercyjnych, w tym condonieruchomości angażowane są środki finansowe o wysokiej wartości, dlatego należy decyzję podejmować z dużą starannością i rozważyć, wykorzystując rzetelne dane. Zaprezentowane w tabeli dane mogą pomóc właściwie zinterpretować wyniki przedstawionych wariantów. Zgodnie z wynikami obliczeń, dodatni wskaźnik NPV pozwalający zaakceptować decyzję inwestycyjną istnieje dla 20-letniego okresu.

Tabela 6.29. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 inwestycja Frombork Eco Masuria

Przychód roczny NPV	URP-1	URP-2	RRP100
NPV 5 lat	-201 017,35 zł	-206 103,17 zł	-67 005,78 zł
NPV 10 lat	-120 865,74 zł	-130 069,83 zł	-40 288,58 zł

Przychód roczny	URP-1	URP-2	RRP100
NPV			
NPV 15 lat	–49 303,36 zł	–62 184,40 zł	–16 434,45 zł
NPV 20 lat	12 426,97 zł	–3 625,82 zł	4 142,32 zł

Źródło: opracowanie własne.

Inwestycja Radisson Resort Kołobrzeg

W tabeli 6.30 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy nieprzewidującej pobytu właścicielskiego. Wyniki w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.30. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 Radisson Resort Kołobrzeg

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
439 680 zł wartość początkowa inwestycji	439 680 zł wartość początkowa inwestycji		489 580 zł wartość początkowa inwestycji	489 580 zł wartość początkowa inwestycji
–94%	–95%	1	–95%	–95%
–74%	–74%	2	–75%	–76%
–55%	–56%	3	–57%	–57%
–42%	–42%	4	–43%	–44%
–32%	–32%	5	–34%	–34%
–25%	–25%	6	–27%	–27%
–19%	–20%	7	–21%	–22%
–15%	–16%	8	–17%	–17%
–12%	–13%	9	–14%	–14%
–10%	–10%	10	–11%	–11%
–8%	–8%	11	–9%	–9%
–6%	–6%	12	–7%	–8%
–4%	–5%	13	–6%	–6%
–3%	–4%	14	–5%	–5%
–2%	–3%	15	–4%	–4%
–1%	–2%	16	–3%	–3%
–1%	–1%	17	–2%	–2%
0%	0%	18	–1%	–1%
0%	0%	19	–1%	–1%
1%	1%	20	0%	0%

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.30 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 17 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty po 20 latach (okresach rozliczeniowych). Inwestycja o najmniej korzystnych parametrach spośród badanych.

W tabeli 6.31 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy przewidującej pobyt właścicielski. Wyniki w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.31. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Radisson Resort Kołobrzeg

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
439 680 zł wartość początkowa inwestycji	439 680 zł wartość początkowa inwestycji		489 580 zł wartość początkowa inwestycji	489 580 zł wartość początkowa inwestycji
-95%	-95%	1	-96%	-96%
-75%	-76%	2	-77%	-77%
-57%	-58%	3	-59%	-59%
-44%	-44%	4	-46%	-46%
-34%	-34%	5	-36%	-36%
-27%	-27%	6	-28%	-29%
-21%	-22%	7	-23%	-23%
-17%	-18%	8	-19%	-19%
-14%	-14%	9	-15%	-16%
-11%	-12%	10	-13%	-13%
-9%	-9%	11	-10%	-11%
-7%	-8%	12	-9%	-9%
-6%	-6%	13	-7%	-7%
-5%	-5%	14	-6%	-6%
-4%	-4%	15	-5%	-5%
-3%	-3%	16	-4%	-4%
-2%	-2%	17	-3%	-3%
-1%	-2%	18	-2%	-3%
0%	-1%	19	-1%	-2%
1%	0%	20	0%	-1%
21		0%		

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.31 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 19 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty po 21 latach (okresach rozliczeniowych). Podobnie jak w przypadku danych bez uwzględnienia pobytu właścicielskiego, zakres najmniej korzystny z badanych.

W tabeli 6.32 przedstawiono wyniki wartości bieżącej netto NPV dla poszczególnych wariantów zapisów umownych oraz obliczeń wyników rzeczywistych. Przy podejmowaniu ryzyka przez inwestora dane z tabeli mogą pomóc przy podejmowaniu decyzji. Nie należy ich jednak traktować jako wartości katgorycznie dyskwalifikujących bądź akceptujących dla konkretnej nieruchomości. Wskaźnik NPV jest jednym z wielu czynników, które należy rozpatrywać podejmując decyzję o zainwestowaniu środków finansowych na rynku condonieruchomości. W rynek nieruchomości komercyjnych, w tym condonieruchomości angażowane są środki finansowe o wysokiej wartości, dlatego należy decyzję podejmować z dużą starannością i rozważą, opierając się rzetelne dane. Dane w tabeli mogą pomóc właściwie zinterpretować wyniki przedstawionych wariantów. Wskaźniki wartości NPV są niekorzystne, należałoby na podstawie tych wartości odrzucić decyzję inwestycyjną z uwagi na to, że wszystkie warianty w tabeli mają wartość ujemną, co nie pozwala zaakceptować decyzji o inwestowaniu w tą nieruchomość.

Tabela 6.32. Wartości NPV dla poszczególnych parametrów w wyszczególnionym okresie dla inwestycji Radisson Resort Kołobrzeg

Przychód roczny NPV	URP-1	URP-2	URPPW-1	URPPW-2	HRPR-1	HRPRPW	RRP100	RPUKRL-1	RPUKRLPW
NPV 5 lat	-325 697,24 zł	-328 558,31 zł	-338 131,72 zł	-340 992,79 zł	-375 597,24 zł	-388 031,72 zł	-76 743,79 zł	-375 597,24 zł	-388 031,72 zł
NPV 10 lat	-233 399,22 zł	-238 577,06 zł	-255 902,58 zł	-261 080,41 zł	-283 299,22 zł	-305 802,58 zł	-57 911,98 zł	-283 299,22 zł	-305 802,58 zł
NPV 15 lat	-150 992,08 zł	-158 238,41 zł	-182 485,31 zł	-189 731,63 zł	-200 892,08 zł	-232 385,31 zł	-41 098,23 zł	-200 892,08 zł	-232 385,31 zł
NPV 20 lat	-79 906,95 zł	-88 937,58 zł	-119 154,92 zł	-128 185,55 zł	-129 806,95 zł	-169 054,92 zł	-26 594,54 zł	-129 806,95 zł	-169 054,92 zł

Źródło: opracowanie własne.

Inwestycja Baltin Hotel & Spa Mielenko

W tabeli 6.33 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy nieprzewidującej pobytu właścicielskiego. Wyniki w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.33. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Baltin Hotel & Spa Mielenko

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
349 000 zł wartość początkowa inwestycji	349 000 zł wartość początkowa inwestycji		389 000 zł wartość początkowa inwestycji	389 000 zł wartość początkowa inwestycji
-92%	-92%	1	-92%	-93%
-66%	-67%	2	-68%	-69%
-46%	-47%	3	-49%	-49%
-33%	-33%	4	-35%	-35%
-23%	-23%	5	-25%	-26%
-16%	-17%	6	-19%	-19%
-12%	-12%	7	-14%	-14%
-8%	-8%	8	-10%	-10%
-5%	-5%	9	-7%	-7%
-3%	-3%	10	-5%	-5%
-1%	-1%	11	-3%	-3%
0%	0%	12	-1%	-2%
1%	1%	13	0%	0%
2%	2%	14	1%	1%
3%	3%	15	2%	1%
4%	4%	16	2%	2%
4%	4%	17	3%	3%
5%	5%	18	4%	3%
5%	5%	19	4%	4%
6%	5%	20	4%	4%

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.33 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 12 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty po 13 latach (okresach rozliczeniowych).

W tabeli 6.34 przedstawiono wewnętrzne stopy zwrotu dla zapisów umowy przewidującej pobyt właścicielski. Wyniki w tabeli wskazują czas, kiedy inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe w konkretną nieruchomość. W tabeli wyszczególniono okres zwrotu dla różnych wartości w zależności od zapisów umownych.

Tabela 6.34. Wewnętrzne stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR) dla wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Baltin Hotel & Spa Mielenka

WSZ-1*	WSZ-2**	Lata inwestycji (przepływów pieniężnych)	WSZ-3***	WSZ-4****
349000 zł wartość początkowa inwestycji	349000 zł wartość początkowa inwestycji		389000 zł wartość początkowa inwestycji	389000 zł wartość początkowa inwestycji
-93%	-93%	1	-93%	-93%
-69%	-69%	2	-70%	-71%
-49%	-49%	3	-51%	-52%
-35%	-36%	4	-38%	-38%
-26%	-26%	5	-28%	-28%
-19%	-19%	6	-21%	-21%
-14%	-14%	7	-16%	-16%
-10%	-11%	8	-12%	-12%
-7%	-8%	9	-9%	-9%
-5%	-5%	10	-7%	-7%
-3%	-3%	11	-5%	-5%
-2%	-2%	12	-3%	-3%
0%	-1%	13	-2%	-2%
1%	0%	14	-1%	-1%
2%	1%	15	0%	0%
2%	2%	16	1%	1%
3%	3%	17	2%	1%
3%	3%	18	2%	2%
4%	4%	19	3%	2%
4%	4%	20	3%	3%

* wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-1; ** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla URP-2; *** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-1; **** wewnętrzna stopa zwrotu IRR dla RPUKRL-2.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych z tabeli 6.34 wskazuje po jakim okresie inwestor odzyska zainwestowane środki finansowe. Przy prezentowanych parametrach, w zależności od konfiguracji nastąpi to po 13 latach (okresach rozliczeniowych) najszybciej, a uwzględniając dodatkowe koszty po 15 latach (okresach rozliczeniowych).

W tabeli 6.35 przedstawiono wyniki wartości bieżącej netto NPV dla poszczególnych wariantów zapisów umownych oraz obliczeń wyników rzeczywistych. Przy podejmowaniu ryzyka przez inwestora dane z tabeli mogą pomóc przy podejmowaniu decyzji. Nie należy ich jednak traktować jako wartości kategorycznie dyskwalifikujących bądź akceptujących dla konkretnej nieruchomości. Wskaźnik NPV jest jednym z wielu czynników, które należy rozpatrywać

podejmując decyzję o zainwestowaniu środków finansowych na rynku condonieruchomości. W rynek nieruchomości komercyjnych, w tym condonieruchomości angażowane są środki finansowe o wysokiej wartości, dlatego decyzję podejmować z dużą starannością i rozważą, na podstawie rzetelnych danych. Dane z tabeli pozwalają właściwie zinterpretować wyniki przedstawionych wariantów. Na podstawie przedstawionych w tabeli wariantów opisanych w rozdziale 5., inwestycję należy uznać za korzystną. Wartości wskaźnika NPV dodatnie dla poszczególnych wariantów już w 15 roku inwestycji.

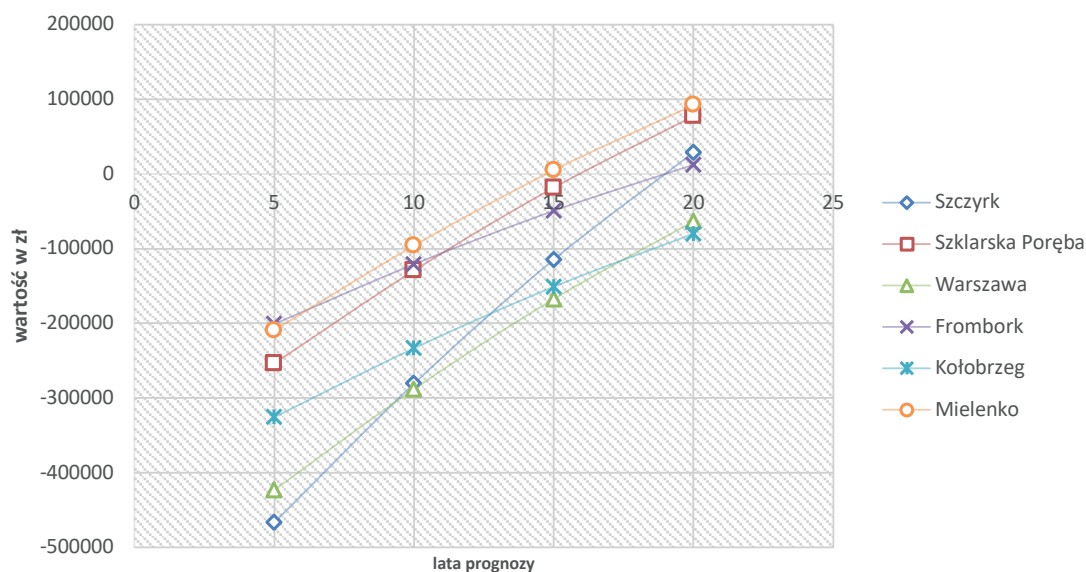
Tabela 6.35. Wartości NPV dla poszczególnych parametrów w wyszczególnionym okresie dla inwestycji Baltin Hotel & Spa Mielenko

Przychód roczny NPV	URP-1	URP-2	URPPW-1	URPPW-2	HRPR-1	HRPPW	RRP100	RPUKRL-1	RPUKRLPW
NPV 5 lat	-209 175,22 zł	-211 571,88 zł	-225 625,20 zł	-228 163,25 zł	-233 149,46 zł	-251 484,82 zł	-64 055,16 zł	-249 175,22 zł	-265 625,20 zł
NPV 10 lat	-95 951,53 zł	-100 288,89 zł	-125 721,94 zł	-130 315,20 zł	-106 948,84 zł	-140 131,33 zł	-34 948,67 zł	-135 951,53 zł	-165 721,94 zł
NPV 15 lat	5 138,84 zł	-931,24 zł	-36 524,55 zł	-42 952,77 zł	5 727,82 zł	-40 710,74 zł	-8 961,31 zł	-34 861,16 zł	-76 524,55 zł
NPV 20 lat	92 340,29 zł	84 775,54 zł	40 417,90 zł	32 406,83 zł	102 923,71 zł	45 050,33 zł	13 455,62 zł	52 340,29 zł	417,90 zł

Źródło: opracowanie własne.

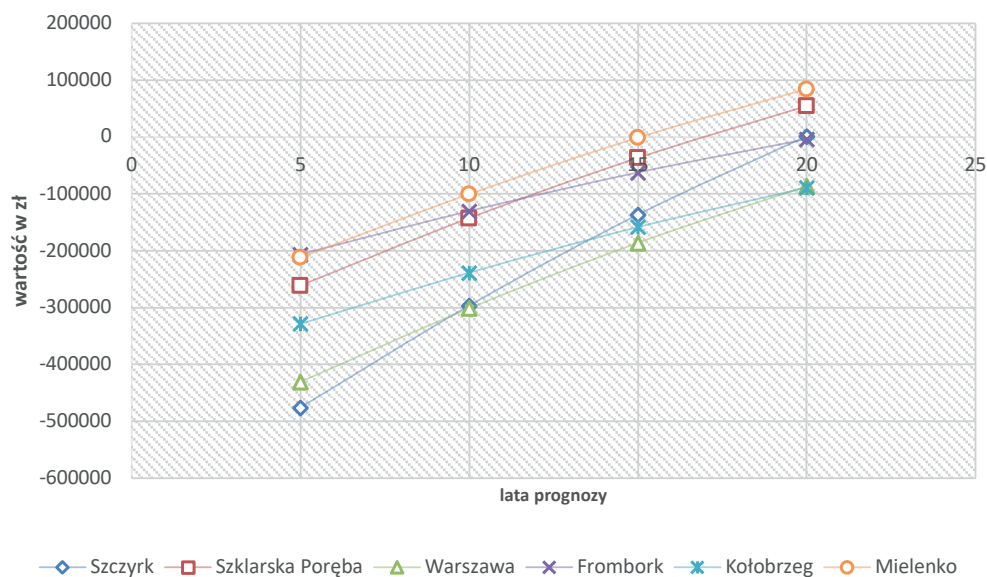
Na wykresie 6.5 przedstawiono przebieg linii NPV dla 20 lat i parametru URP-1 dla wszystkich inwestycji. Z analizy danych wynika, że najkorzystniejsze wartości charakteryzują inwestycje w Mielenie i Szklarskiej Porębie. Na przeciwnym biegunie są inwestycje w Szczyrku i Warszawie, gdzie NPV odznacza się niskimi wartościami.

Podobna sytuacja występuje dla parametru URP-2, gdzie najwyższe wartości NPV dla najkrótszego okresu czasu przyjmują dla inwestycji w Mielenie i Szklarskiej Porębie. Za najmniej atrakcyjne, z punktu widzenia parametru URP-2, należy uznać inwestycje w Warszawie i Kołobrzegu.



Rysunek 6.5. Zestawienie wartości NPV dla URP-1 (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem)

Źródło: opracowanie własne.

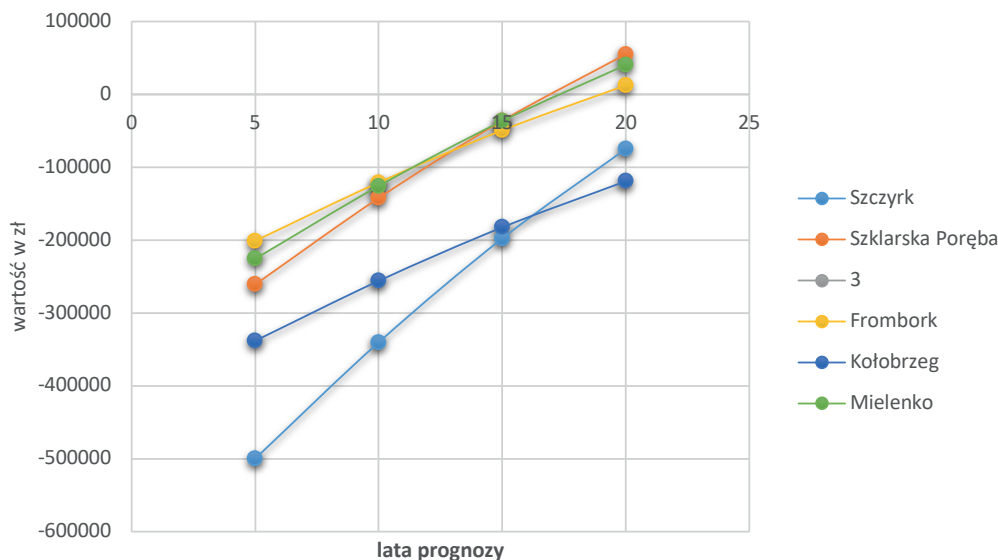


Rysunek 6.6. Zestawienie wartości NPV dla URP-2 (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem, pomniejszony o wartość podatku od nieruchomości i ubezpieczenia)

Źródło: opracowanie własne.

Wartości NPV dla parametru URPPW-1 z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego najkorzystniej prezentują się dla inwestycji w Szklarskiej Porębie oraz Mielenie. Uwzględniając pobyt właścicielski we Fromborku, który jest nieodpłatny dla właściciela nieruchomości, wartości współczynnika NPV są na bardzo wysokim poziomie i w okresie 20-letnim przyjmują wartości dodatnie, które mogą stanowić istotną wskazówkę dla inwestora rozważającego inwestycje w obszarze condonieruchomości (por. rys. 6.7). Wykres nie obejmuje danych dla

nieruchomości warszawskich z uwagi na brak możliwości korzystania z nich na zasadach pobytu właścicielskiego. Dwie pozostałe inwestycje w badanym 20-letnim okresie nie przyjmują wartości dodatnich wskaźnika NPV.

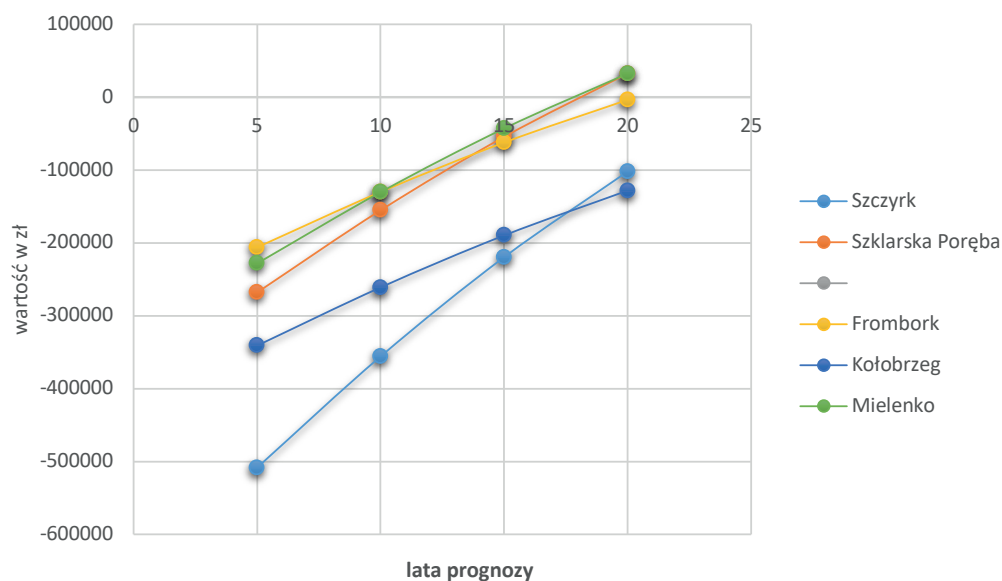


Rysunek 6.7. Zestawienie wartości NPV dla URPPW (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem uwzględniający pobyt właścicielski)

Źródło: opracowanie własne.

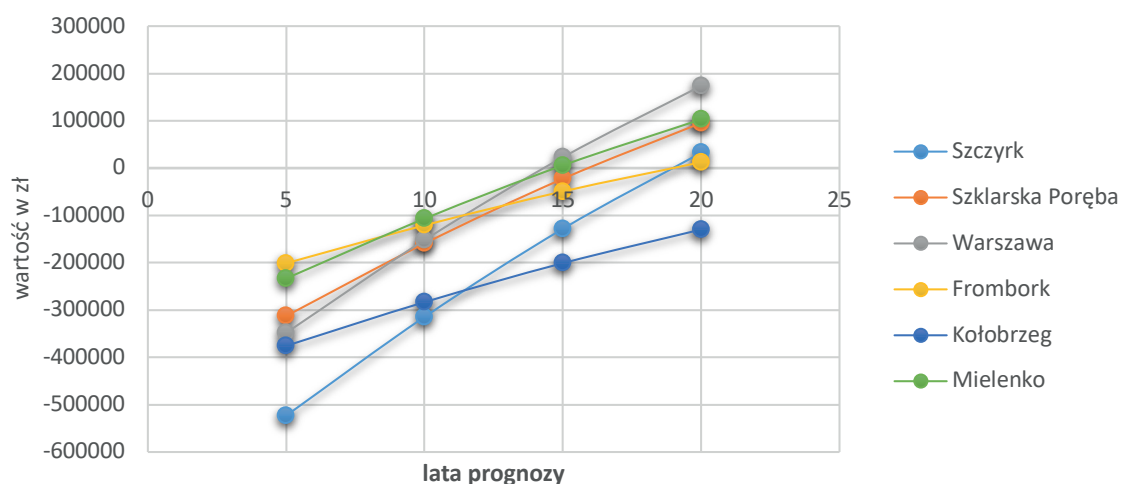
Dla parametru URPPW-2 wartości NPV w badanym 20-letnim okresie przyjmują wartości dodatnie dla inwestycji w Mielenie oraz Szklarskiej Porębie. Minimalne wartości ujemne wykazuje inwestycja we Fromborku. Warszawska inwestycja nie została ujęta w zestawieniu z uwagi na brak możliwości korzystania z usługi pobytu właścicielskiego. Pozostałe inwestycje wykazują znaczne wartości ujemne wskaźnika NPV dla badanego 20-letniego okresu inwestycyjnego (por. rys. 6.8). Dane mogą być wskazówką dla inwestora o warunkach zawarcia umowy na podstawie wybranych opcji.

Wartości NPV dla wskaźnika HRPR-1 w badanym 20-letnim okresie inwestycyjnym przyjmują dla każdej inwestycji wartości dodatnie za wyjątkiem tej w Kołobrzegu. Analizując przebiegi linii NPV na wykresie 6.9 należy zwrócić uwagę, że najkorzystniejsze wartości dla tego parametru przyjęła inwestycja w Warszawie.



Rysunek 6.8. Zestawienie wartości NPV dla URPPW-2 (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem uwzględniający pobyt właścicielski, oraz podatek od nieruchomości ubezpieczenie lokalu)

Źródło: opracowanie własne.

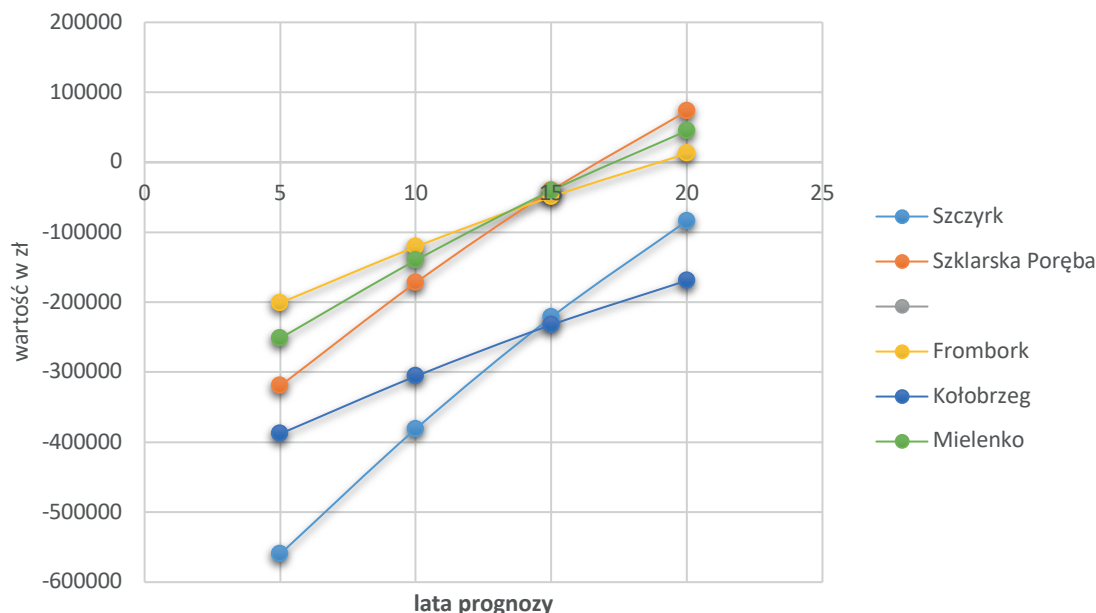


Rysunek 6.9. Zestawienie wartości NPV dla HRPR-1 (hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty od pełnej wartości lokalu; obliczony roczny przychód od wartości lokalu wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym zgodnie ze stawką procentową zawartą w umowie z operatorem)

Źródło: opracowanie własne.

Wartości współczynnika NPV dla HRPRPW najkorzystniej przedstawiają się dla inwestycji w Szklarskiej Porębie, Mielenie i Fromborku gdzie przyjmują wartości dodatnie w badanym 20-letnim okresie inwestycyjnym (por. rys. 6.10). Nie brano pod uwagę inwestycji

w Warszawie z uwagi na brak możliwości pobytu właścicielskiego. Pozostałe dwie inwestycje przyjmują wartości ujemne, co również może być wskazówką o rodzaju zawieranej umowy z operatorem.

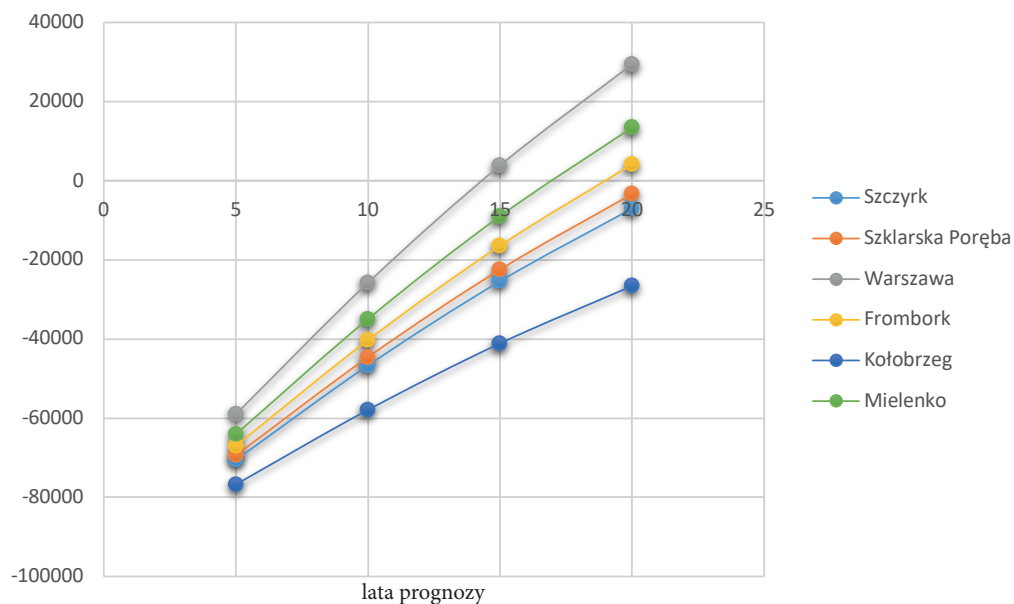


Rysunek 6.10. Zestawienie wartości NPV dla HRPRPW (hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty od pełnej wartości lokalu uwzględniający pobyt właścicielski; obliczony roczny przychód od wartości lokalu wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym zgodnie ze stawką procentową zawartą w umowie z operatorem)

Źródło: opracowanie własne.

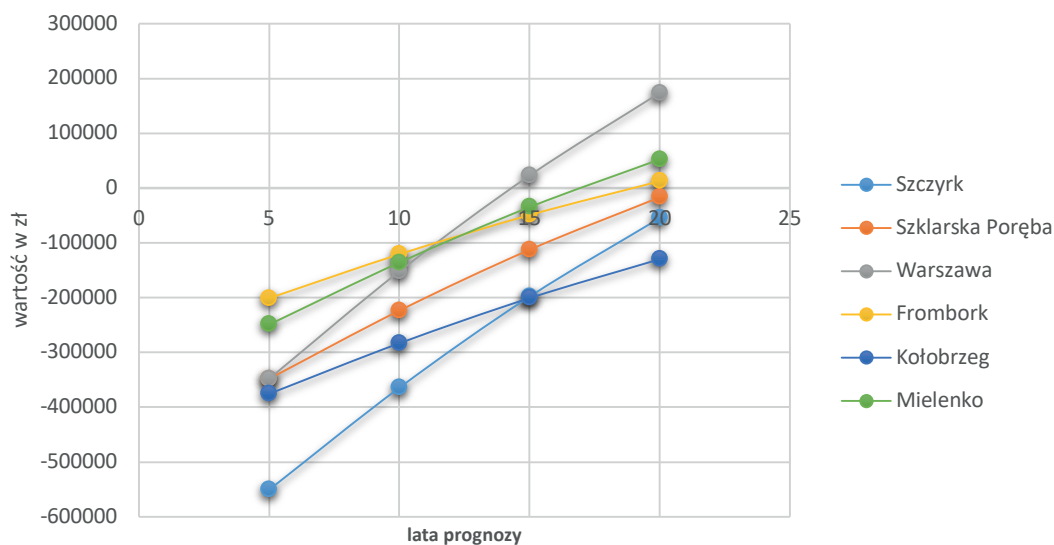
Odmienne prezentują się wartości NPV dla współczynnika RRP100, gdzie można zauważyć (por. rys. 6.11), że w badanym okresie inwestycja warszawska generuje najkorzystniejsze parametry. Dla 20-letniego okresu inwestycji wartości dodatnie NPV generują również inwestycje w Mielnie i Fromborku. Pozostałe inwestycje nie osiągnęły wartości dodatnich w badanym okresie inwestycyjnym.

W badanym 20-letnim okresie inwestycyjnym NPV dla parametru RPUKRL-1 wartości dodatnie wykazują inwestycje w Warszawie z najkorzystniejszą wartością NPV oraz inwestycje w Mielnie i Fromborku. Trzy pozostałe wykazują wartości ujemne (zob. rys. 6.12).



Rysunek 6.11. Zestawienie wartości NPV dla RRP100 (rzeczywisty roczny przychód dla inwestycji w condonieruchomość dla wartości 100 tys. zł)

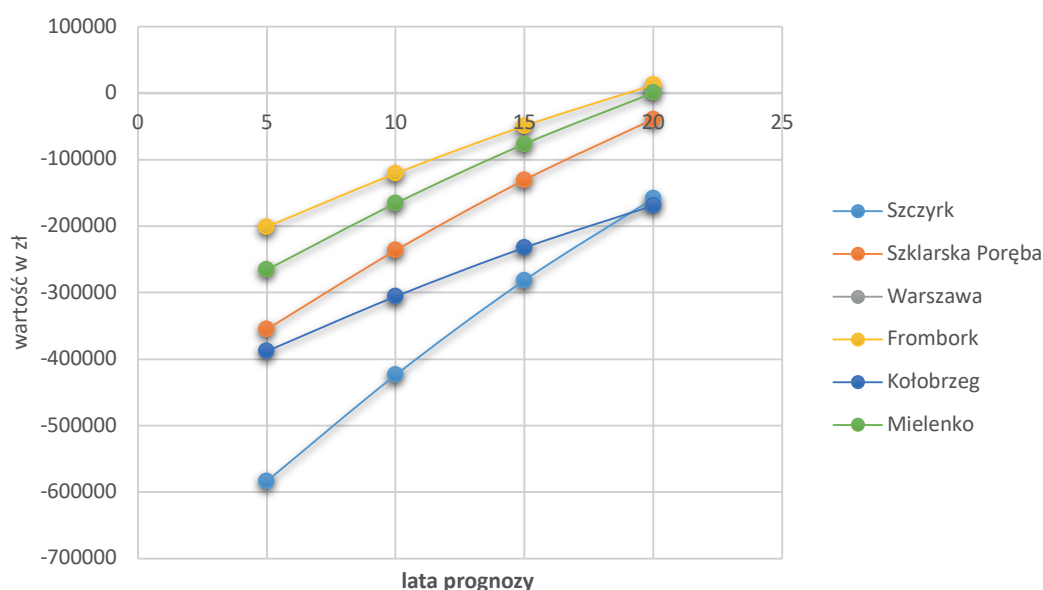
Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 6.12. Zestawienie wartości NPV dla RPUKRL-1 (roczny przychód umowny dla kosztu rzeczywistego lokalu, przychód umowny wynikający z zawartej umowy z operatorem w odniesieniu do rzeczywistej wartości lokalu – lokal + wyposażenie + parking)

Źródło: opracowanie własne.

Wartości NPV dla parametru RPUKRL-1 (zob. rys. 6.13) wykazują wynik dodatni jedynie dla inwestycji we Fromborku, oraz Mielenie. Nie ujęto inwestycji w Warszawie z uwagi na brak możliwości pobytu właścicielskiego. Pozostałe inwestycje wykazują w badanym 20-letnim okresie inwestycyjnym wartości ujemne.



Rysunek 6.13. Zestawienie wartości NPV dla RPUKRL-1 (roczny przychód umowny dla kosztu rzeczywistego lokalu, przychód umowny wynikający z zawartej umowy z operatorem w odniesieniu do rzeczywistej wartości lokalu – lokal + wyposażenie + parking) z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 6.36 ujęto ceny badanych lokali. Obliczono dla poszczególnych wariantów wskaźniki odchylenia standardowego, średniej arytmetycznej oraz mediany i współczynnika zmienności.

Tabela 6.36. Ceny badanych lokali, warianty oraz wskaźniki odchylenia standardowego, średniej arytmetycznej i mediany

	RWI*	WUI**	Cena m ² lokalu	Cena wyposażenia lokalu	Wielkość lokalu w m ²	Cena parkingu	RWRWU***
Szczyrk	780578	696888	15700	83690	41,84	40000	83 690
Szklarska Poręba	501703	407385	14025	54318	32,92	40000	94 318
Mercure Warszawa	590058	590058	17050	57757	31,22	0****	0
Masuria Frombork	300000	300000	15000	0*****	20	0*****	0
Radisson Kołobrzeg	489580	439680	16133	49900	25,4	29900	49 900
Spaa Mielenko	389000	349000	16329	30000	23,21	10000	40 000
Mediana	495 641,5	423 532,5	15 916,5	52109	28,31	19 950	44 950
Średnia arytmetyczna	508 486,50	463 835,17	15 706,17	45 944,17	29,10	19 983,33	44 651,33

	RWI*	WUI**	Cena m ² lokalu	Cena wypożyczenia lokalu	Wielkość lokalu w m ²	Cena parkingu	RWRWU***
Odchylenie standardowe	438 732,59	402 815,94	14 371,92	43 013,71	25,18	22 340,83	49 176,40
Współczynnik zmienności	86,28%	86,84%	91,50%	93,62%	86,53%	111,80%	110,13%

* rzeczywista wartość inwestycji wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym; ** wartość umowna inwestycji od której liczony jest czynsz; *** różnica pomiędzy wartością umowną lokalu od której nalicza się czynsz, a wartością rzeczywistą; **** do nieruchomości przynależy miejsce parkingowe bez wnoszenia dodatkowej opłaty; ***** wyposażenie wliczone w koszt zakupu apartamentu, nie przewidziano dodatkowych kosztów; **** do nieruchomości przynależy miejsce parkingowe bez wnoszenia dodatkowej opłaty.

Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowane w tabeli 6.36 wartości charakteryzują się dużym zróżnicowaniem. Wartości odchylenia standardowego wskazują, że przyjęte do badań condojednostki charakteryzują się dużą zmiennością. Wartości wykazane uwidaczniają znaczne oddalenie od średniej arytmetycznej. Współczynnik zmienności powyżej 45% wskazuje na to, że mamy do czynienia z dużą zmiennością. Współczynnik zmienności w tabeli 6.36 przyjmuje wartości 86–111,80%, co oznacza, że w badanych przypadkach zachodzą zmienności duże i bardzo duże.

W tabeli 6.37 ujęto parametry omówione w rozdziale 5, dla których obliczono wartości odchylenia standardowego, mediany oraz średniej arytmetycznej.

Tabela 6.37. Wskaźniki dla poszczególnych wariantów oraz wybranych inwestycji

	URP-1 zł	URP-2 zł	URPPW-1 zł	URPPW-2 zł	HRPR-1 %	HRPRPW zł	RRP100 %
Szczyrk	48 782,16	46 953,18	41 813,28	39 984,31	54 640,46	46 834,68	6,249
Szklarska Poręba	32 590,80	31 064,02	31 090,80	29 564,02	40 136,24	38 636,24	6,496
Mercure Warszawa	35 403,48	33 855,33	35 403,48	33 855,33	51 335,04	51 335,04	8,7
Masuria Frombork	21 000	19 921	21 000	19 921	21 000	21 000	7
Radisson Kołobrzeg	24 182,40	23 575,40	21 544,32	20 937,32	26 926,9	23 989,42	4,934
Spaa Mielenko	29 665	29 126,53	26 175	25 636,53	33 065	29 175	7,626
Mediana	31 127,9	30 095,28	28 632,9	27 600,28	36 600,62	33 905,62	6,748
Średnia arytmetyczna	31 937,31	30 749,24	29 504,48	28 316,42	37 850,61	35 161,73	6,83
Odchylenie standardowe	27 401,69	26 377,78	25 696,43	24 660,37	33 633,95	31 968,67	6,45
Współczynnik zmienności	85,8 %	85,8 %	87,1 %	87,1 %	88,86 %	90,92 %	94,44 %

Źródło: opracowanie własne na podstawie umów.

Dane ujęte w tabeli 6.37, podobnie jak w poprzedniej, charakteryzują się znaczną zmiennością. Odchylenie standardowe wykazuje wartości charakteryzujące się znacznym oddaleniem od średniej arytmetycznej, co z kolei może skłaniać do wniosków, że nie można mówić o jednolitym charakterze wyników poszczególnych wymienionych w opracowaniu condojednostek. Współczynnik zmienności przekraczający wartości 85,8% określa silną zmienność w zakresie zmian wyników dla poszczególnych cech. Świadczyć to może o indywidualnym charakterze nieruchomości i pomimo umiejscowienia ich w obrębie rynku condonieruchomości, nie należy doszukiwać się szablonu w sposobie generowanego przez nieruchomość przychodu.

W tabeli 6.38 ujęto ceny m² nieruchomości w poszczególnych miejscowościach od 2006 roku oraz dokonano obliczeń średniej arytmetycznej, mediany oraz odchylenia standardowego.

Nieruchomości wymienione w miejscowościach ujęte w tabeli 6.38 stanowią terytorialną bliskość z condojednostkami poddanymi badaniom wymienionymi wcześniej.

Tabela 6.38. Ceny nieruchomości mieszkaniowych w wybranych latach i lokalizacjach

	2006 Średnia cena m ² na rynku pierwotnym	2011 Średnia cena m ² na rynku wtórnym	2016 Średnia cena m ² na rynku wtórnym	2020 Średnia cena m ² na rynku wtórnym	2011 Wzrost % w stosunku do 2006	2016 Wzrost % w stosunku do 2006	2020 Wzrost % w stosunku do 2006	Średnioroczna arytmetyczna wzrostów cen nieruchomości w %
Warszawa	5873	9788	8778	11656	66,6	49,5	98,5	7,03
Wrocław	4750	6541	6062	8158	37,7	27,62	71,75	5,125
Szczecin	3215	4707	4396	6159	46,40	36,73	91,6	6,54
Olsztyn	5149	4679	4353	5813	-10	-15,5	12,9	0,92
Kraków	6021	6949	6837	9518	15,4	13,56	58,08	4,15
Gdańsk	5004	6472	6226	10562	29,34	24,42	111,2	7,942
Średnia arytmetyczna	5002,00	6522,67	6108,67	8644,33	30,91	22,72	74,01	5,28
Mediana	5076,5	6506,5	6144	8838	33,52	26,02	81,675	5,8325
Odchylenie standardowe	4499,30	5592,72	5286,05	7632,12	31,74	25,33	70,76	5,05
Współczynnik zmienności	89,95 %	85,74 %	86,53 %	88,30 %	102,69 %	111,49 %	95,61 %	95,64

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów NBP.

Na rynku nieruchomości mieszkaniowych również zachodzi prawidłowość wysokich i bardzo wysokich wartości współczynnika zmienności w odniesieniu do wartości nieruchomości w badanych miejscowościach w poszczególnych latach. Współczynnik zmienności wykazuje wartości 85,74–111,49%, z czego można wysnuć, że rynek charakteryzuje się zindywidualizowanym charakterem badanych nieruchomości. Podobne wnioski wyciągnąć można analizując wartości odchylenia standardowego, które charakteryzują się dużym oddaleniem od wartości średniej arytmetycznej.

W tabeli 6.39 ujęto inflację dla poszczególnych lat, identycznych jak w przypadku przyjętych do badań lat, w których badaniu poddano ceny m² nieruchomości mieszkaniowych

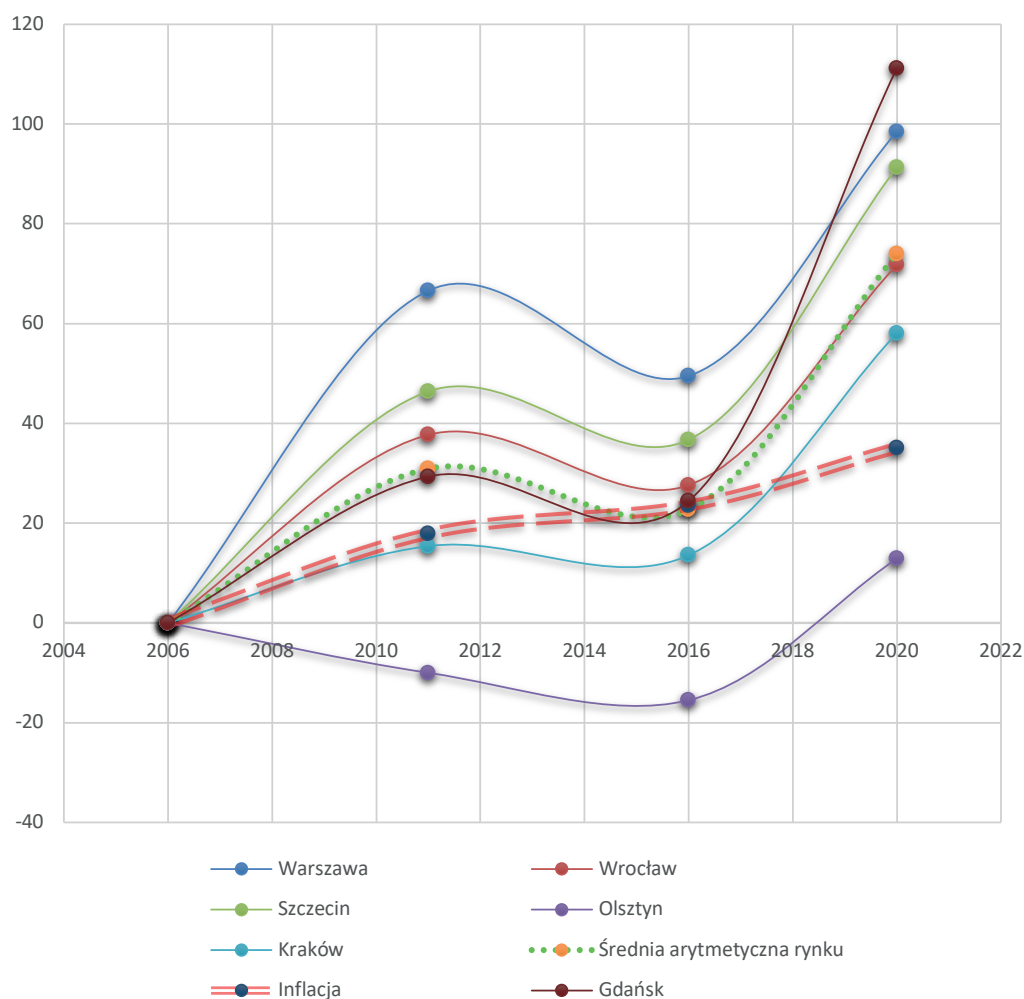
Tabela 6.39. Wskaźniki spadku siły nabywczej pieniądza – inflacja w wybranych latach

Kwota	100000,0	100000,0	100000,0
Okres	1/2006 – 1/2020	1/2006 – 1/2016	1/2006 – 1/2011
Wartość inflacji	35,09 %	23,5 %	17,87 %
Wartość dóbr	74022,77	80969,79	84839,42

Źródło: opracowanie własne na podstawie kalkulatora inflacji ze strony www.podatki.gov.pl.

Dane w tabeli 6.39 wskazują, że średnia rocznych wzrostów wartości inflacji oscylowała w badanym okresie (14 lat) na poziomie 2,5%.

Rysunek 6.14 przedstawia procentowy przebieg wzrostów cen nieruchomości w wymienionych miastach oraz przebieg inflacji. Do opracowania rysunku 6.14 posłużyły średnie wzrosty cen nieruchomości w odstępach 5-letnich poczynając od 2006 r. i obierając ten rok jako 100%.



Rysunek 6.14. Wzrosty cen nieruchomości i inflacji w latach 2006–2020 w wybranych miastach

Źródło: opracowanie własne.

W badanym okresie (2006–2020) można zaobserwować znaczny wzrost wartości nieruchomości mieszkaniowych ponad inflację, istotne zjawisko z punktu widzenia inwestora. Po 10 latach nastąpiło zrównanie wzrostu wartości i inflacji. W badanym okresie jest to sytuacja jednorazowa. Następnie, po roku 2016, nastąpił gwałtowny wzrost cen nieruchomości w stosunku do wzrostu inflacji. Biorąc pod uwagę, że okres inwestowania na rynku nieruchomości jest okresem długim, zawierającym się w przedziale 15-20 letnim, właściwym się wydaje porównanie 20-letnie. Rozpatrywanie w okresie rocznym wahań cen nieruchomości i inflacji jest niemiernorodne. Inwestując w condojednostki sama umowa z operatorem zawierana jest na okres 15, czy 20 lat, o czym więcej w dalszej części. Z danych przedstawionych w tabeli 6.40 średni wzrost wartości nieruchomości w badanych miejscowościach w całym okresie wyniósł 74,01% przy wzroście inflacji o 35,09%, co jest ponad dwukrotnym wzrostem ponad poziom inflacji w badanym okresie. Należy przyjąć, że inflacja w badanym okresie wyniosła ok 2,5% (dopuszczalne odchylenie celu inflacyjnego $\pm 1\%$) w stosunku rocznym, co było zgodne z przyjętym przez Radę Polityki Pieniężnej celem inflacyjnym. W tym samym czasie rynek nieruchomości w badanej próbie rósł średniorocznie o 5,2% co stanowiło dwukrotną wartość wskaźnika inflacji.

W tabeli 6.40a przedstawiono wskaźniki zmian cen nieruchomości dla poszczególnych systemów gospodarczych. Za punkt odniesienia przyjęto wartość cen nieruchomości z 2015 roku i założono że jest to 100%. Przyjęto identyczne jak w przypadku Polski lata do zbadania wysokości cen, oraz wskaźników wzrostu. Z uwagi na brak danych obliczenia przeprowadzono dla roku 2019 a nie jak w przypadku polskiego rynku 2020.

Tabela 6.40a. Wskaźniki zmiany cen nieruchomości na świecie w wybranych latach

	2006	2011	2015 = 100%	2019	2011 wzrost % w stosunku do 2006	2015 wzrost % w stosunku do 2006	2019 wzrost % w stosunku do 2006
UE	97,81	102,5	100	118,6	4,69	2,19	20,79
OECD	89,9	88,5	100	121,5	-1,4	10,1	31,6
USA	102,6	82,3	100	125,8	-20,3	-2,6	23,2
Chiny	–	90,8	100	139,5	–	9,2	48,7
Hiszpania	135,5	124,3	100	124,7	-11,2	-35,5	-10,8
Rosja	60,5	81,9	100	119,8	21,4	39,5	59,3
Średnia arytmetyczna	81,05	95,05	100	124,98	-1,14	3,82	28,80
Mediana	79,155	92,2	100	119,2	13,045	20,845	40,045
Odchylenie standardowe	82,57	86,66	91,29	115,46	13,11	22,42	35,60
Współczynnik zmienności	1,02 %	1,1%	0,91	0,92%	11,5	5,58	1,24

Źródło: opracowanie własne na podstawie, Prices – Housing prices – OECD Data, <https://data.oecd.org> (9.02.2021).

Z zaprezentowanych danych wynikają niskie wartości współczynnika zmienności, natomiast odchylenie standardowe nie jest zbyt oddalone od średniej arytmetycznej. Cechą

wspólną rynku światowego i polskiego nieruchomości jest systematyczny wzrost wartości nieruchomości. Są rynki, jak w przypadku Chin i Rosji, gdzie ceny rosną znacznie szybciej niż na rynkach rozwiniętych, są również takie rynki, jak Hiszpania i Włochy (nie ujęte w badaniu) gdzie ceny w stosunku do 2006 roku zanotowały spadek oraz reszta rynków, które pomimo zachwiania chwilowego na skutek komplikacji gospodarczych notują powolny, sukcesywny wzrost wartości.

Tabela 6.40b. Inflacja w krajach OECD

rok lokalizacja	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rosja	9,7	9,0	14,1	11,6	6,8	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	3,7	2,9	4,5	3,4
Chiny	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,6	2,1	2,9	...
OECD – Razem	2,7	2,5	3,7	0,5	1,8	2,8	2,2	1,6	1,7	0,7	1,2	2,3	2,6	2,1	1,4
USA	3,2	2,9	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8	1,2
UE (27 krajów 2020)	2,3	2,4	3,7	0,8	1,8	2,9	2,6	1,3	0,4	0,1	0,2	1,6	1,8	1,4	0,7
Włochy	2,1	1,8	3,3	0,8	1,5	2,8	3,0	1,2	0,2	0,0	-0,1	1,2	1,1	0,6	-0,1
Hiszpania	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0	1,7	0,7	-0,3

Źródło: www.oecd.org (1.02.2021).

Dane w tabeli 6.40b wskazują, że poziom inflacji był zbliżony do wartości występujących w Polsce. Za wyjątkiem Rosji i Chin, poziom inflacji należy uznać za zadowalający, w kilku przypadkach zaobserwowano inflację ujemną, czyli deflację.

6.3 Analiza ryzyka

Analizę ryzyka obliczono przy zastosowaniu współczynnika Sharpe'a dla trzech wariantów, tj. umownej stopy zwrotu, umownej stopy zwrotu uwzględniającej pobyt właścicielski oraz dla rzeczywistej stopy zwrotu. Wyniki zaprezentowano w tabeli 6.41. Obliczeń dokonano na podstawie wcześniej wyznaczonej stopy wolnej od ryzyka, identycznej jak w przypadku wyznaczania stopy dyskontowej na poziomie 3%. Odchylenie standardowe przyjęto według danych z tabeli 6.38 na poziomie 6,45% identycznie dla wszystkich badanych inwestycji.

Tabela 6.41. Współczynnik Sharpe'a dla poszczególnych wariantów

	USZ*	USZPW**	RSZ***	Współczynnik Sharpe'a dla USZ	Współczynnik Sharpe'a dla USZPW	Współczynnik Sharpe'a dla RSZ
Szczyrk	7%	6%	6,249%	0,62	0,465	0,50
Szklarska Poręba	8%	8%	6,496%	0,77	0,77	0,54
Mercure Warszawa****	6%	8,7%	6% 8,7%	0,465	0,88	0,465 0,88

	USZ*	USZPW**	RSZ***	Współczynnik Sharpe'a dla USZ	Współczynnik Sharpe'a dla USZPW	Współczynnik Sharpe'a dla RSZ
Masuria Frombork	7%	7%	7%	0,62	0,62	0,62
Radisson Kołobrzeg	5,5%	4.9%	4,93%	0,39	0,29	0,30
Spaa Mielenko	8,5%0	7,5%	7,626%	0,85	0,70	0,72

* umowna stopa zwrotu bez uwzględnienia pobytu właścicielskiego; ** umowna stopa zwrotu z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego; *** rzeczywista stopa zwrotu; **** w przypadku inwestycji Mercure Warszawa nie przewidziano pobytu właścicielskiego, wartość odnosi się do udziału w zyskach całego obiektu.

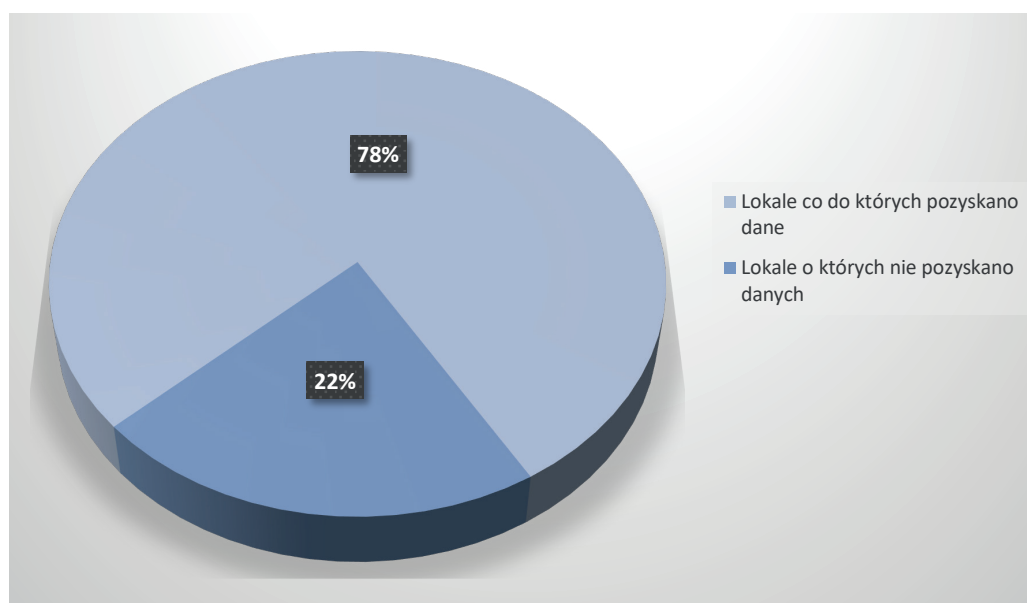
Źródło: opracowanie własne.

Wartość wskaźnika Sharpe'a mieści się w przedziale od 0,39 dla inwestycji Radisson Kołobrzeg do 0,85 dla inwestycji Spaa Mielenko dla umownej stopy zwrotu bez uwzględnienia pobytu właścicielskiego. Uwzględniając zaś pobyt właścielski – od wartości 0,29 dla inwestycji Radisson Kołobrzeg do 0,77 dla inwestycji w Szklarskiej Porębie. Rozpatrując współczynnik Sharpe'a dla rzeczywistej stopy zwrotu wartości wahają się od 0,30 dla inwestycji Radisson Kołobrzeg do 0,88 dla Mercure Warszawa. Oznacza to, że wartości wskaźników im wyższe, tym mniejsze ryzyko, że stopy zwrotu nie zostaną osiągnięte, a opłacalność inwestycji wyższa wraz z wyższym wskaźnikiem Sharpe'a.

Rok 2020 okazał się czasem niezwykle trudnym na wielu rynkach, szczególnie w obszarze condonieruchomości. We wrześniu przeprowadzono badania ankietowe dotyczące rynku condo, szczególnie pod kątem wywiązywania się z umów z operatorem oraz wypłat zysków.

Badania przeprowadzono na zlecenie portalu „Inwestycje w kurortach”.

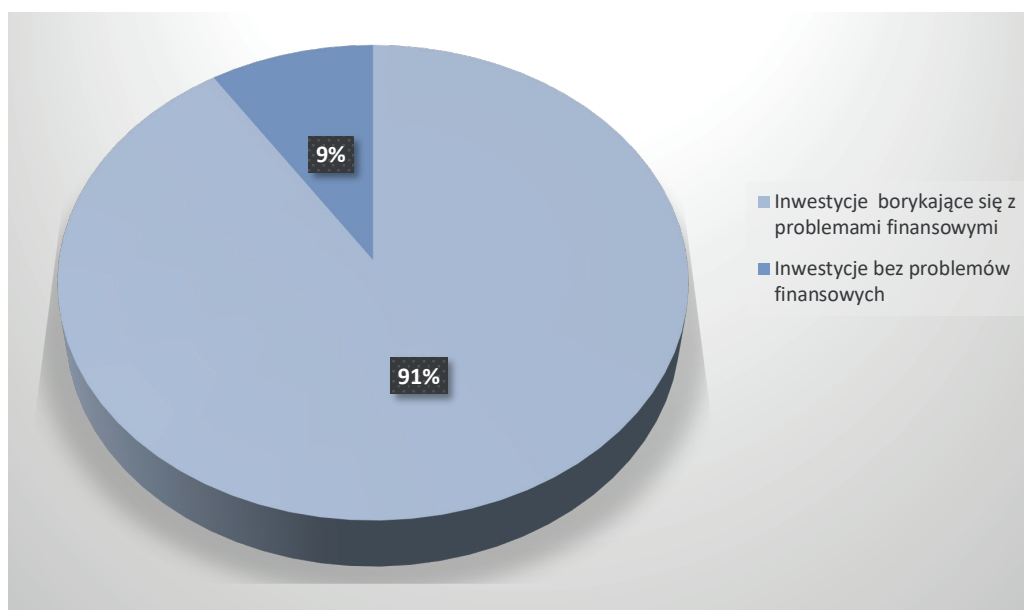
Analizie poddano 65 inwestycji które w całości funkcjonują na podstawie modelu condonieruchomości, w inwestycjach tych ulokowano 8134 lokale. Pozyskano wiedzę na temat 6339 lokali, tj. 78%. Pozostali właściciele condojednostek nie udzielili odpowiedzi.



Rysunek 6.15. Wielkość badanej próby

Źródło: opracowano na podstawie danych Portal Inwestycje w Kurortach.pl.

Wśród badanych obiektów tylko 6 inwestycji (9%) nie miało opóźnionych wypłat, nie było konieczności renegotjowania umów, obniżania umownych wypłat czy rozkładania w czasie należności dla właścicieli, co zaprezentowano na rysunku 6.16.



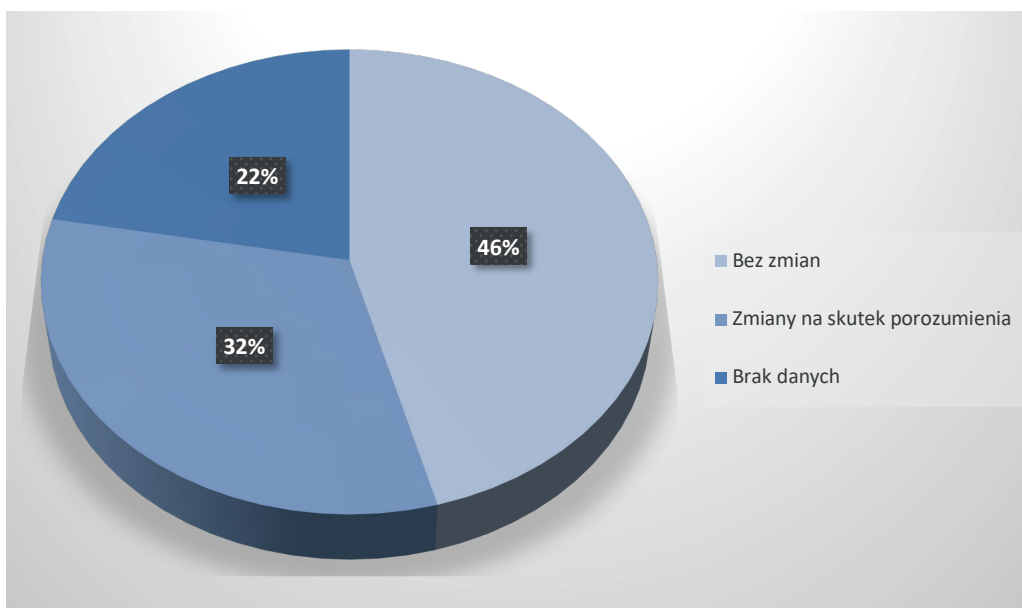
Rysunek 6.16. Rozkład kondycji finansowej operatorów condonieruchomości

Źródło: opracowano na podstawie danych Portal InwestycjewKurortach.pl.

W 2020 roku wskutek pandemii Covid-19 nastąpiło dążenie do rozwiązania problemów i tym samym do negocjacji warunków dalszej współpracy z właścicielami jednostek condo. Operatorzy zastosowali różne modele rozwiązania problemów, co zaprezentowano na rysunku 6.17. W przypadku 45,8% (3726) lokali nie podjęto żadnych rozmów dotyczących zmiany w zakresie wysokości wynagrodzenia, udało się ustalić wśród tej kategorii 5 inwestycji, w odniesieniu do których nie są wypłacane czynsze za użytkowany lokal. Znaczna część operatorów poddała weryfikacji istniejące umowy i dokonano aneksów w przypadku 32%, tj. (2613) lokali na zasadach indywidualnych kontynuując dalszą współpracę. Najczęściej nastąpiło przesunięcie płatności, negocjowano wysokość stawek (stałej stopy zwrotu), zastosowano model braku płatności za okres objęty tzw. lockdown, zmieniono model rozliczeń na taki, w którym obowiązuje proporcjonalny podział przychodów. W stosunku do reszty 22,1% (1795) nie pozyskano danych.

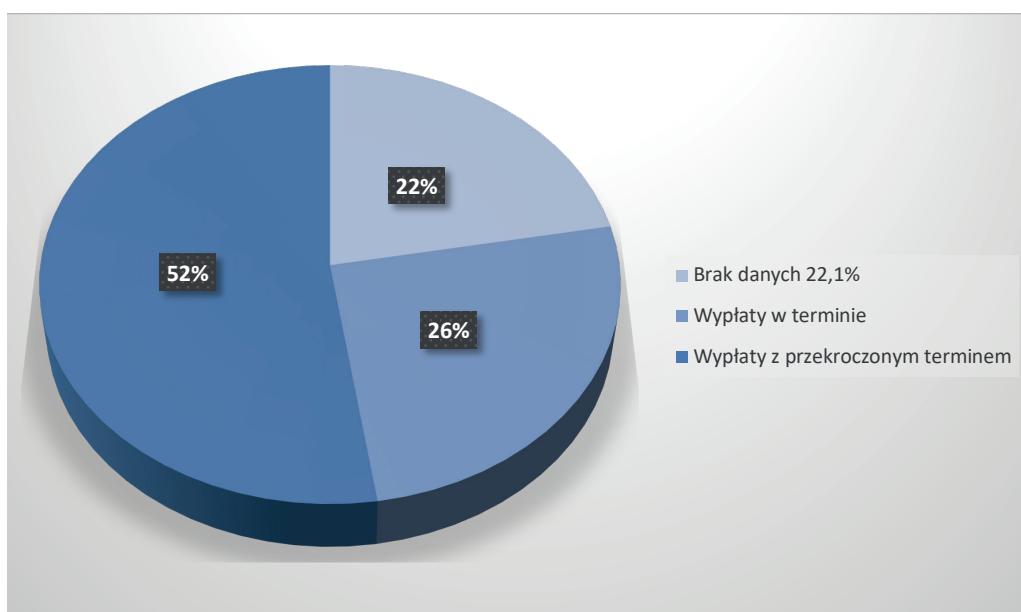
Poddano także analizie kryterium terminowości wypłacanych środków z inwestycji w 2020 roku. W 52,4% lokali (4263) zarejestrowano opóźnienia w wypłatach zysków. Część środków udało się wypłacić właścicielom nieruchomości, w przypadku znacznej części wypłatę przesunięto na 2021 rok.

Znaczna część condonieruchomości w przeprowadzonym badaniu zyski otrzymała w terminie, sytuacja taka dotyczyła 25,5% (2076) lokali. W grupie tej są 609 lokale (6 obiektów), gdzie zyski wypłacono zgodnie z pierwotną umową, natomiast w przypadku 1467 lokali zyski wypłacono po renegotjacji umów. Pozostała część rynku – 22,1% (1795 lokali) nie udzielono informacji (zob. rys. 6.18).



Rysunek 6.17. Zmiany umów operatorów z właścicielami nieruchomości

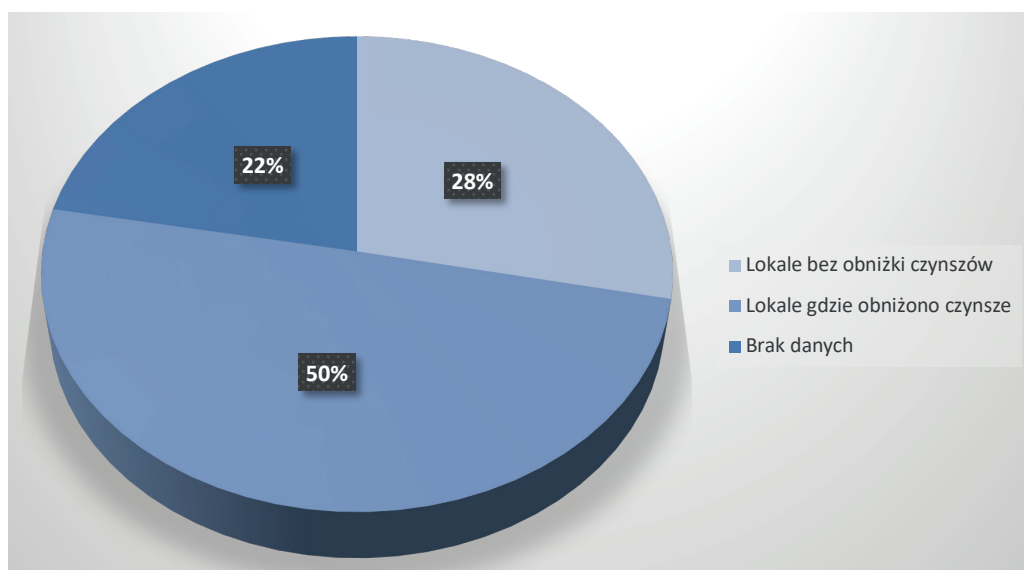
Źródło: opracowano na podstawie danych Portal InwestycjewKurortach.pl.



Rysunek 6.18. Terminowość wypłacanych czynszów

Źródło: opracowano na podstawie danych Portal InwestycjewKurortach.pl.

W znacznej części nieruchomości wskutek zawirowań pandemicznych i ograniczeniami z tego wynikającymi dokonano renegocjacji umów (zob. rys. 6.19) i zastosowano niższe niż pierwotnie wynagrodzenie z tytułu korzystania z condonieruchomości. Terminowe regulowanie czynszów wiązało się z ich zmniejszeniem w przypadku blisko połowy lokali (4048) – 49,8%. Tylko w przypadku co trzeciego lokalu nie obniżono stawek czynszu – 28,2% (2291).



Rysunek 6.19. Rynek po renegocjacji umów

Źródło: opracowano na podstawie danych Portal InwestycjewKurortach.pl.

Oprócz ryzyka wymienionego wyżej a związanego z osiągnięciem założonych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału na rynku condonieruchomości, uwzględniając ryzyko systematyczne związane z ogółem procesów występujących w sferze gospodarczej i społecznej, należy mieć na uwadze ryzyko specyficzne dla branży.

Innym ryzykiem występującym w obszarze condonieruchomości jest związane z utrzymaniem wartości nieruchomości, a także możliwości zbycia nieruchomości. W długim okresie inwestycyjnym, ok. 20-letnim możliwość przewidywania wartości nieruchomości na specyficznym rynku w obszarze condonieruchomości o charakterze komercyjnym z praktycznego punktu widzenia jest niemożliwe. Ryzyko utraty wartości nieruchomości jest tak samo prawdopodobne, jak wzrost wartości. Biorąc pod uwagę inne czynniki, o których szczegółowo w podsumowaniu, wartość nieruchomości należy traktować jako premię za długotrwały okres inwestycyjny i zamrożenie znacznych środków finansowych. Biorąc pod uwagę, że od kiedy NBP publikuje dane (raporty) o rynku nieruchomości w Polsce w dłuższym okresie, nieruchomości nie traciły na wartości, a raczej zyskiwały, należy do zagadnienia podejść optymistycznie, w szczególności w sytuacji korzystnych uwarunkowań makroekonomicznych dla Polski.

6.4. Analiza atrakcyjności inwestowania na tle innych instrumentów inwestycyjnych

Inwestycja w condonieruchomości pozwala uzyskać w zależności od zawartej z operatorem umowy od 5,5 do 8,5% rocznego zwrotu z zainwestowanego kapitału. Biorąc pod uwagę długoterminowe zaangażowanie kapitału, w tabeli 6.42 przedstawiono przychód dla poszczególnych okresów. Umowy zawierane z operatorem w przeważającej części zawierane są na 15-letni okres. Przychód po 20 latach inwestycji zawiera się w przedziale od 110% do 170%. Zwroty charakteryzują się stałą coroczną procentową stopą zwrotu. Na rynku condonieruchomości nie występują ujemne stopy zwrotu, jak w przypadku akcji spółek giełdowych. Podczas analizy nie brano pod uwagę kosztów opodatkowania i ubezpieczenia lokalu.

Tabela 6.42. Zwrot z inwestycji w condonieruchomości dla wybranych okresów (w %)

	Przychód roczny	Przychód z 5 lat	Przychód z 10 lat	Przychód z 15 lat	Przychód z 20 lat
Szczyrk	7	35	70	105	140
Szklarska Poręba	8	40	80	120	160
Mercure Warszawa	6	30	60	90	120
Masuria Frombork	7	35	70	105	140
Radison Kołobrzeg	5,5	27,5	55	82,5	110
Spa Mielenko	8,5	42,5	85	127,5	170
Średnia arytmetyczna	7	35	70	105	140
Odchylenie standardowe	6,47	32,37	64,74	97,11	129,49

Źródło: opracowanie własne.

Rynek funduszy inwestycyjnych w długim okresie wykazywał stopniowy wzrost. Przez 20 lat poszczególne fundusze notowały systematyczny wzrost, który pozwalał inwestorom za uzyskiwanie stabilnych zwrotów. Inwestorzy w zależności od zaangażowania w okresie 20 lat uzyskali przychody generowane przez badane fundusze od 16,14% do 169,4%. W badanym 20-letnim okresie (w latach 2000–2020) tylko jeden z badanych funduszy wygenerował ujemny zwrot po 15 latach, w następnym badanym okresie straty zostały minimalnie odrobione i fundusz ponownie generował wzrost. W roku 2020 podczas trwania kryzysu wywołanego pandemią niektóre fundusze generowały ujemne stopy zwrotu w przedziale od –0,16% do –0,46%.

Tabela 6.43. Przychód funduszy inwestycyjnych w latach 2000–2020 dla badanych okresów zwrotu (w %)

	Przychód roczny	Przychód z 5 lat	Przychód z 10 lat	Przychód z 15 lat	Przychód z 20 lat
PKO Stabilnego Wzrostu	0,66	59,02	65	90,5	114,40
PKO Zrównoważony ¹⁴	–0,46	73,61	62,9	65,08	85,64
Pekao Zrównoważony	3,31	57,92	48,58	–0,58	16,14
Pekao Stabilnego Wzrostu ¹⁵	7,08	33,39	35,14	15,48	35,05
Pekao Obligacji Plus	5,04	47,46	90,01	132,94	169,42
PKO Obligacji Długoterminowych	–0,16	40,49	75,81	107,58	121,2
Średnia arytmetyczna	2,58	51,98	62,91	68,50	90,31
Odchylenie standardowe	3,88	48,01	59,73	75,50	93,80

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z banków PKO BP i PEKAO SA.

¹⁴ Fundusze inwestycyjne, www.pkotfi.pl (1.02.2021).¹⁵ Ibidem.

Inwestycje w obligacje skarbowe uznawane za najbardziej bezpieczne, wolne od ryzyka generują umiarkowane stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Inwestycje w obligacje skarbowe generują stopy zwrotu na poziomie 1% rocznie w przypadku inwestycji krótkookresowej. Obligacje skarbowe z wydłużonym okresem wykupu oprocentowane są od 1,3% w skali roku powyżej wartości inflacji. W przypadku obligacji 12-letnich jest to 1,7% rocznie z uwzględnieniem poziomu inflacji. Dokładne wartości przedstawiono w tabeli 6.44.

Tabela 6.44. Stopy zwrotu obligacji skarbowych dla wybranych okresów

	Roczny przychód	Przychód po 5 latach	Przychód po 10 latach	Przychód w momencie wykupu
Obligacje 2-letnie DOS	1%	0	0	2%
Obligacje 3-letnie TOZ	$0,55\% + 0,25\% = 0,8\%$	0	0	$0,8\% + \text{Wibor } 6 \text{ M}^* \times 4 = 1\% = 1,8\%$
Obligacje 4-letnie COI	1,3 %	0	0	$1,3\% + 3 \times 0,75\% = 3,55\%$
Obligacje 6-letnie ROS	1,5 %	$1,5\% + 4 \times 1,25\% = 6,5\%$	0	$6,5\% + 1,25\% = 7,75\%$
Obligacje 10-letnie EDO	1,7%	$1,7\% + 4 \times 1\% = 5,7\%$	$5,7\% + 5 \times 1\% = 10,7\%$	10,7%
Obligacje 12-letnie ROD	2%	$2\% + 4 \times 1,5\% = 8\%$	$8\% + 5 \times 1,5\% = 15,5\%$	$15,5\% + 2 \times 1,5\% = 18,5\%$

* 0,25% stawka WIBOR 6M na dzień 11.02.2021, <https://stooq.pl/> (11.02.2021).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.obligacjeskarbowe.pl (11.02.2021).

Długookresowe inwestycje w instrumenty finansowe jakimi były zakupy akcji spółek giełdowych w badanym zestawieniu przyniosły inwestorom największe zwroty z zainwestowanego kapitału.

Inwestycje w długim okresie charakteryzują się dużym ryzykiem powodowanym ograniczoną wiedzą w zakresie występujących procesów gospodarczych w skali makroekonomicznej, jak również zachodzącymi procesami w samej strukturze działalności i zarządzania przedsiębiorstwem. Nie bez znaczenia są również procesy gospodarcze w otoczeniu przedsiębiorstwa, czy regulacji rynku. Biorąc pod uwagę 20-letni okres, tylko akcje spółek działających na rynku ubezpieczeniowym i bankowym odnotowały straty. Warto także zwrócić uwagę, że w okresie 15-letnim PEKAO odnotowało 100% zwroty. Spółka ubezpieczeniowa pomimo zdobycia wiodącej pozycji w Polsce odnotowuje straty na giełdzie.

Duże zwroty z zainwestowanego kapitału przynosiły przez cały badany okres Orlen i KGHM, zdecydowanie większe niż inwestycje na rynku nieruchomości.

W celu porównania stóp zwrotu instrumentów inwestycyjnych – akcji spółek giełdowych, wyselekcjonowano spółki notowane na WIG20 – (indeks giełdowy 20 największych spółek akcyjnych notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych). Wybrano spółki działające w różnych obszarach aktywności gospodarczej.

Tabela 6.45. Stopy zwrotu instrumentów inwestycyjnych – akcje spółek giełdowych dla badanych okresów (w %)

	Przychód roczny 02.2020–02.2021	Przychód z 5 lat 02.2001–02.2006	Przychód z 10 lat 02.2001–02.2011	Przychód z 15 lat 02.2001–02.2016	Przychód z 20 lat 02.2001–02.2021
Orlen	–20	190	119	186	159
PEKAO	–36	154	150	100	–6,5
KGHM	114	182	602	129	694
PZU	–23	PZU notowane na GPW od 2010 r.	1*	–90	–88
Lotos**	–46	68	40	–15	30
Żywiec	–4	122	163	81	125
Średnia arytmetyczna	–2,5	119,33	179,17	65,17	152,25
Odchylenie standardowe	53,63	116,43	263,53	96,72	290,40

* PZU na GPW od 2010 r., w rubryce przychód z 10 lat, w przypadku PZU dotyczy jednego roku, ** Lotos notowania na GPW od 07.2005 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.gpw.pl (5.02.2021).

W badanym 15-letnim okresie rynek najmu mieszkań w zależności od lokalizacji i wielu innych czynników pozwalał na uzyskanie stopy zwrotu na poziomie od 36% do ponad 79%.

Tabela 6.46. Zmiany poziomu cen najmu m² na rynku mieszkaniowym oraz zmiany procentowe

	2006 średnia cena najmu m ² na rynku pierwotnym	2011 średnia cena najmu m ² na rynku wtórnym	2016 średnia cena najmu m ² na rynku wtórnym	2020 średnia cena najmu m ² na rynku wtórnym	2011 wzrost % w stosunku do 2006	2016 wzrost % w stosunku do 2006	2020 wzrost % w stosunku do 2006	Średnia arytmetyczna wzrostów dla 1 roku w badanym okresie 15 lat w %
Warszawa	39	48,3	53,2	60	23,84	36,41	53,84	3,59
Wrocław	28,9	31,5	38,6	47,3	8,99	33,56	63,66	4,24
Szczecin	24,7	34,7	27,9	40,4	40,48	12,95	63,56	4,24
Olsztyn	23,6	26	24,8	32,1	10,16	5,08	36,01	2,40
Kraków	23,8	28,1	34,2	42,7	18,06	43,69	79,41	5,31
Gdańsk	29,8	33,7	37,6	44,3	13,08	26,17	48,65	3,24
Średnia arytmetyczna	28,30	33,72	36,05	44,47	19,10	26,31	57,52	3,84
Mediana	34,4	41	45,4	52,15	18,46	31,29	51,245	3,915

	2006 średnia cena najmu m ² na rynku pierwotnym	2011 średnia cena najmu m ² na rynku wtórnym	2016 średnia cena najmu m ² na rynku wtórnym	2020 średnia cena najmu m ² na rynku wtórnym	2011 wzrost % w stosunku do 2006	2016 wzrost % w stosunku do 2006	2020 wzrost % w stosunku do 2006	Średnia arytmetyczna wzrostów dla 1 roku w badanym okresie 15 lat w %
Odchylenie standardowe	24,40	28,90	30,99	38,57	19,76	25,87	54,89	3,66
Współczynnik zmienności	0,8621	0,8570	0,8596	0,8673	1,034	0,9832	0,9542	0,9531

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, www.nbp.pl (5.02.2021).

Stopy zwrotu wykazywały w różnych badanych okresach (lata 2006–2020) stałą tendencję wzrostową o różnym natężeniu. Można zatem uznać, że ten instrument inwestycyjny jest rynkiem zrównoważonym o ustabilizowanym poziomie zwrotu. W tabeli 6.46 przedstawiono dane dotyczące badanego okresu oraz poziomy wzrostu dla badanych miast. Średnioroczna wartość zwrotu z zainwestowanego kapitału zawierała się w przedziale od 2,40% w Olsztynie do 5,31% w Krakowie.

Dane zawarte w tabeli 6.47 zestawiono z danymi generowanymi przez condonieruchomości. Przybliżone wartości są średnią arytmetyczną dla poszczególnych instrumentów finansowych. Z przedstawionych danych wynikają dwa wnioski:

1. Przychód generowany przez condonieruchomości charakteryzuje się stabilną stopą zwrotu w całym badanym okresie przy jednoczesnym zabezpieczeniu inwestycji nieruchomością.
2. Istnieją alternatywne instrumenty finansowe, bez zabezpieczenia przed utratą wartości z wyłączeniem obligacji skarbowych, o różnych stopach zwrotu, w tym wyższych niż w przypadku inwestycji w condonieruchomości.

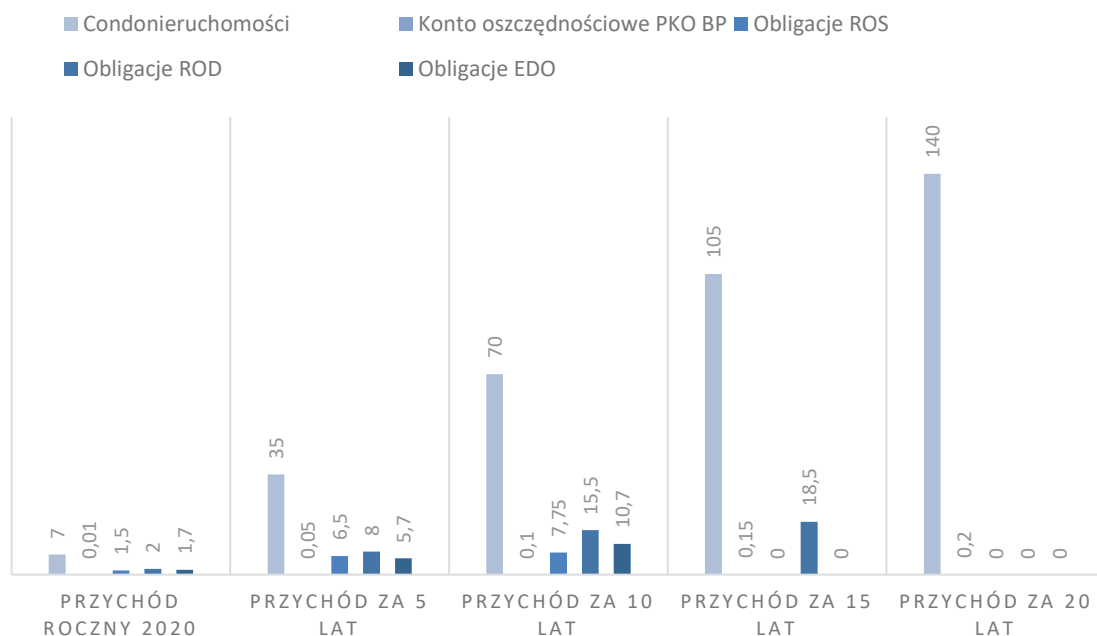
Tabela 6.47. Średnia arytmetyczna zwrotów z badanych instrumentów finansowych dla poszczególnych okresów

	Przychód roczny	Przychód z 5 lat	Przychód z 10 lat	Przychód z 15 lat	Przychód z 20 lat
Condonieruchomości*	7	35	70	105	140
Fundusze inwestycyjne	2,58	51,98	62,91	68,50	90,31
Obligacje skarbowe	1,38	3,37	4,37	7,38**	
Wynajem nieruchomości mieszkaniowych	3,5	14,80	19,10	26,31	57,52
Spółki giełdowe	–2,5	119,33	179,17	65,17	152,25
Konto oszczędnościowe PKO BP	0,01	0,05	0,1	0,15	0,20

* dla condonieruchomości przyjęto przychód zgodnie z zapisami umownymi, nie brano pod uwagę sytuacji nadzwyczajnych związanych z procesami gospodarczymi, ** obligacje 12-letnie pozwalają uzyskać 18,5% ponad wskaźnik inflacji w całym okresie.

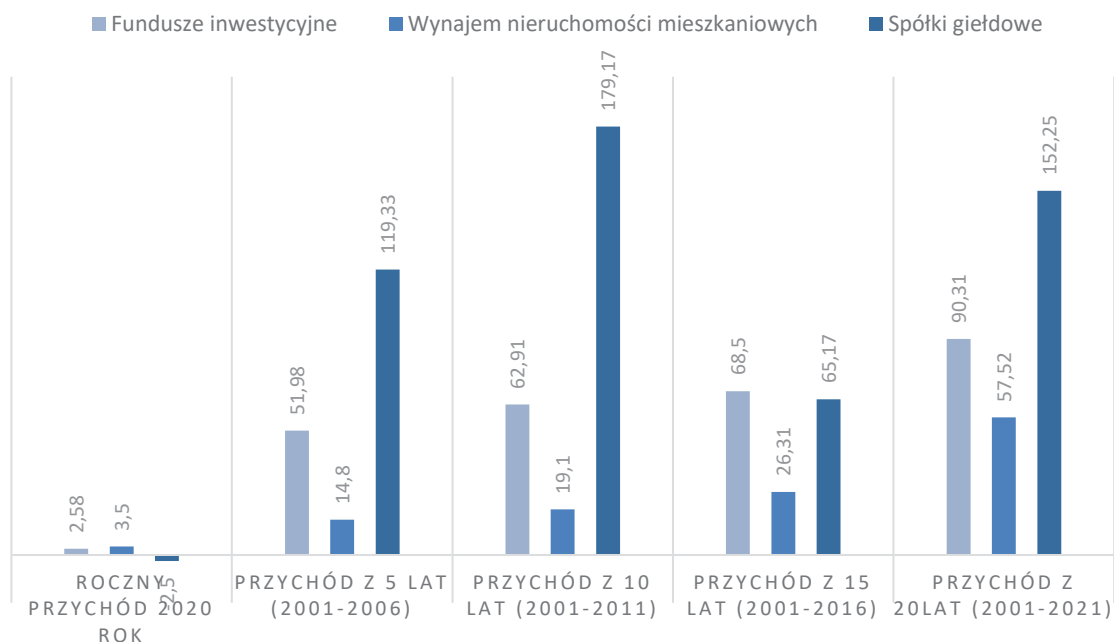
Źródło: opracowanie własne.

Z zaprezentowanych danych na rysunku 6.20 wynika, że na tle badanych instrumentów finansowych, w badanym okresie w obecnych warunkach gospodarczych największe stopy zwrotu generują condonieruchomości. Żaden z zaprezentowanych w badaniu instrument finansowy nie zbliżył się nawet w poziomie zwrotu do zwrotów generowanych przez condonieruchomość.



Rysunek 6.20. Stopy zwrotu dla instrumentów inwestycyjnych w wybranym okresie

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 6.21. Stopy zwrotu instrumentów inwestycyjnych w badanych latach

Źródło: opracowanie własne.

Na wykresie 6.21 przedstawiono historyczne zwroty w badanych okresach poszczególnych instrumentów finansowych. Dane z 20 lat wskazują, że najkorzystniejszą inwestycją były akcje spółek giełdowych oraz fundusze inwestycyjne. Premia za ryzyko okazała się wysoka. W badanym okresie najmniejszą stopę zwrotu uzyskiwano z wynajmu mieszkań. Należy zauważyć, że tylko w przypadku mieszkania na wynajem, zabezpieczeniem inwestycji była nieruchomości. W przypadku pozostałych instrumentów, inwestycja nie była zabezpieczona, a inwestor ponosił pełne ryzyko niepowodzenia inwestycji i straty. Należy także zwrócić uwagę na to, że dane na wykresie to średnie arytmetyczne z danych rynków, co dowodzi, że na rynkach funkcjonują mechanizmy pozwalające uzyskać zwroty z zainwestowanego kapitału na poziomie zdecydowanie wyższym, ale również i takim, gdzie istnieje ryzyko poniesienia straty.

Zaprezentowane dane pozwalają na przyjęcie poglądu, że condonieruchomości generują wysokie, ponadprzeciętne zwroty z zainwestowanego kapitału, przy ograniczonym ryzyku zainwestowanego kapitału (zakup nieruchomości). Na rynku funkcjonują alternatywne instrumenty finansowe, generujące wyższe stopy zwrotu, obciążone ryzykiem utraty kapitału (akcje spółek giełdowych i fundusze inwestycyjne). Istnieje możliwość lokaty kapitału w instrumenty wolne od ryzyka (obligacje skarbowe), w tym przypadku stopy zwrotu są na bardzo niskim poziomie. Lokata środków finansowych na kontach oszczędnościowych w obecnej sytuacji gospodarczej jest najmniej korzystnym z możliwych przedsięwzięć inwestycyjnych.

6.5. Analizy klasyfikacyjne

Badaniu poddano 334 umowy z operatorami w zakresie obsługi wynajmu długoterminowego nieruchomości w systemie condo. Celem zgłębienia warunków zakupu dokonano również analizy przedwstępnych umów sprzedaży nieruchomości, umów sprzedaży nieruchomości oraz wzorów aktów notarialnych. Łącznie dokonano analizy 1336 umów i aktów notarialnych związanych ze sprzedażą i obsługą condonieruchomości dotyczących 334 jednostek, apartamentów jednopokojowych, dwupokojowych i pokoi hotelowych działających na podstawie systemu condo.

Tabela 6.48. Zakup condonieruchomości i i dodatkowego wyposażenia lokalu

Rodzaj condonieruchomości	Liczba	Lokalizacja nadmorska	Lokalizacja górська	Lokalizacja Warszawa	Lokalizacja Mazury	Parking	Balkon/taras	Wyposażenie
Condoapartament	325	119	186	0	17	89	319	317
Pokój w condohotelu	9	0	0	9	0	0	0	0
Razem	334	119	186	9	17	89	319	317

Źródło: opracowanie własne.

Zakup apartamentu wymusza dodatkowe koszty wynikające z zawarcia umowy najmu polegające na nabyciu wyposażenia lokalu, miejsca parkingowego, bądź obu tych składników. W tabeli 6.48 przedstawiono dane dotyczące badanych 334 lokali, gdzie aby zawrzeć umowę z operatorem, konieczność, natomiast parkingu – w 89 przypadkach. Tylko w 9 przypadkach, gdy inwestycja dotyczyła pokoi w condohotelu, zakup dodatkowych składników nie był

wymagany. W przypadku 8 umów zakup wyposażenia nie był konieczny z uwagi na sprzedaż lokalu wraz z pełnym wyposażeniem. W balkon przynależący do lokalu wyposażono 319 condonednostek. Lokalizacja condonieruchomości w badanej próbie wykazuje tendencje znacznego nasycenia w obszarach o dużym nasileniu ruchu turystycznego, co zamieszczono w tabeli 6.48.

Tabela 6.49. Ceny zakupu dodatkowego wyposażenia niezbędnego przy zakupie condonednostki

Rodzaj condonieruchomości	Cena lokalu z wyposażeniem		Wartość wyposażenia		Wielkość apartamentu m ²	Liczba pokoi w apartamentach 334		Parking cena	
	średnia arytmetyczna w zł	średnia arytmetyczna za m ² w zł	cały lokal w zł	m ² w zł		1 pokój	2 pokoje	32	57
Condoapartament, pokój w condohotelu	444348,9	14017,9	56660,3	1786,42	31,7	239	95	30 tys. zł	40 tys. zł

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 6.49 ujęto dane dotyczące kwestii finansowych, przeanalizowano 334 umowy i obliczono średnią arytmetyczną cen lokali i wyposażenia. W badanej grupie cena condonieruchomości wraz z wyposażeniem wynosi 444 348,9 zł netto, natomiast 1 m² condonieruchomości wraz z wyposażeniem – średnio 14 017,9 zł netto. Analizie poddano koszty wyposażenia lokali, średnia cena wyposażenia przypadająca na jeden lokal to 56 660,3 zł. Z kolei wyposażenie 1m² condonieruchomości to średnio 1786,42 zł netto. W analizowanych umowach niezbędna była konieczność zakupu miejsc parkingowych, gdzie koszt w 32 przypadkach to 30 tys. zł, natomiast w 57 umowach wymagano 40 tys. zł. W większości, na 334 umowy, lokale były jednopokojowe i stanowiły 239 pozycji. Lokale dwupokojowe ujęto w 95 umowach. Średnia wielkość lokalu w analizowanych przypadkach wynosi 31,7 m².

Tabela 6.50. Forma rozliczenia operatora z wynajmującym

Rodzaj condonieruchomości	Stała stopa zwrotu	Proporcjonalna do zysku stopa zwrotu	Złożona stopa zwrotu (część stała + udział w zysku)	Koszty podatku i ubezpieczenia	
				Wynajmujący	Najemca
Condoapartament	279	46	0	325	0
Pokój w condohotelu	0	0	9	0	9

Źródło: opracowanie własne.

Analizie poddano również formę rozliczeń, w badanych 334 umowach przeważającą formą rozliczenia operatora z właścicielem condonieruchomości jest zapis stałej stopy zwrotu (279 przypadków). Proporcjonalnie do wypracowanych zysków z działalności rozliczało się jedynie 46 podmiotów, natomiast w 9 przypadkach był to system złożony, mniejszy stały

procentowy przychód oraz dodawana premia obliczana na podstawie proporcjonalnej wielkości lokalu (zainwestowane środki finansowe).

Inną kategorią ujętą w tabeli 6.50 są koszty podatku i ubezpieczenia lokalu opłacane przez właściciela condonieruchomości. W przypadku 325 umów koszty ponosili właściciele, natomiast w odniesieniu do 9 umów, z uwagi na zapisy umowy, koszty podatku i ubezpieczenia refundował operator hotelowy.

Tabela 6.51. Rozbieżność w umownym i rzeczywistym przychodzie w badanych condojednostkach

Rodzaj condonieruchomości	Przychód wyższy	Przychód niższy	Przychód zgodny z umową.	5,5 %	6,5 %	7 %	8 %	Inne stawki %	Średnia arytmetyczna %	Luka dochodowa	Indeksacja	Deflacja
Condoapartament	0	317	8	23	150	99	26	27	6,774	317	80	23
Pokój w condohotelu	9	0	9	0	0	0	0	9	8,7	0	9	0

Źródło: opracowanie własne.

Przeanalizowano umowy pod kątem przychodów. W zbadanej próbie zaobserwowano przychód niższy niż wynikał z zapisów umownych w 317 przypadkach, co miało związek z obliczaniem czynszu od wartości lokalu bez uwzględnienia wartości wyposażenia. Przychód zgodny z zapisami umowy odnotowano w przypadku 8 condoapartamentów oraz w przypadku 9 umów dotyczących pokoi hotelowych. Odnotowano zapisy dotyczące indeksowania czynszów o wskaźnik inflacji (tab. 6.51), w przypadku 80 umów, natomiast w przypadku zjawiska deflacji 23 umowy w dniu zawarcia przewidywały obniżenie czynszów o taki wskaźnik o jaki ceny ulegną zmianie. Przeanalizowano wysokość stóp zwrotu, najczęściej stosowaną stawką było 6,5% oraz 7% w stosunku rocznym. W 27 przypadkach stawki miały zróżnicowaną wysokość do maksymalnej 8,5%.

Tabela 6.52. Pobyt właścicielski w badanych condojednostkach

Rodzaj condonieruchomości			Liczba dni pobytu właścicielskiego						Opłata za pobyt	
	tak	nie	10	14	15	30	28	29	tak	nie
Condoapartament	325	0	5	299	5	14	1	1	317	8
Pokój w condohotelu	0	9	n	n	n	n	n	n	n	n

Źródło: opracowanie własne.

Analizie poddano również zasady pobytu właścicielskiego, na 334 przypadki tylko w 9 umowach nie przewidziano korzystania ze swojej nieruchomości. W 325 condoapartamentach pobyt był zagwarantowany umownie. Warunki na jakich właściciel może korzystać ze swojej nieruchomości zawarto w tabeli 6.52. Pobyt właścicielski, za który właściciel nie miał obowiązku zapłacić dotyczył jedynie 8 umów. W przypadku 9 umów dotyczących pokoi hotelowych pobyt właścicielski nie był realizowany.

Tabela 6.53. Koszty pobytu właścicielskiego w badanych condojednostkach

Rodzaj condo- nieruchomości	Wysokość stawek za pobyt właścicielski								
	0 zł	nieznane	0,6% rocznego przychodu	1% rocznego przychodu	50% stawki za pobyt	1400 zł	1500 zł	100 zł dziennie	2000 zł pobyt
Condoapartament	8	11	23	120	1	160	14	1	1
Pokój w condohotelu	n	n	n	n	n	n	n	n	n

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 6.53 zestawiono wysokość stawek kosztów pobytu właścicielskiego, w zależności od rodzaju umowy koszty wahają się od 0 zł za pobyt zgodny z rocznym limitem, do 2000 zł. Nieodpłatny pobyt dotyczy 8 umów, natomiast najczęściej spotykaną formą, bo aż w 160 przypadkach jest opata 100 zł za dobę, co oscyluje w przedziale od 0,7% do 1% w zależności od kosztu lokalu.

Tabela 6.54. Inne opłaty wnoszone przez wynajmującego na rzecz operatora zarządzającego condojednostką

Rodzaj condo- nieruchomości	Dodatkowe opłaty	Kary	Wymiana i dostosowanie wypożyczenia	Zarządzanie częścią wspólną – opłata		Odpłatne zarządzanie częścią wspólną	Koszt zarządzania częścią wspólną zostanie ustalony na podst. art. 22 ustawy*	Ubezpieczenie części wspólnych
				tak	nie			
Condoapartament	71	320	237	325	0	268	268	238
Pokój w condohotelu	9	0	0	9	0	0	0	0

* na podstawie art. 22; Dz.U. 1994, nr 85, poz. 388 Ustawa z 24.06.1994 r. o własności lokali.

Źródło: opracowanie własne.

Analizie poddano umowy w zakresie dodatkowych kosztów związanych z utrzymaniem lokalu, w przypadku 71 umów wymagane było pokrywanie dodatkowych kosztów w wysokości ustalonej na podstawie art. 22 ustawy¹⁶ na, nieuregulowane przepisami, części kosztów związanych z eksploatacją urządzeń lub części budynku. W 320 przypadkach przewidziano kary umowne oraz inne opłaty wynikające z tabeli 6.54, w tym również związane z utrzymaniem części wspólnych, kosztów zarządu i ubezpieczenia.

Tabela 6.55. Czas trwania umowy z operatorem

Rodzaj condonieruchomości	10 lat	15 lat	20 lat	30 lat	Automatyczne przedłużenie na kolejny okres	Możliwość wcześniejszego rozwiązania	Rozwiązanie z powodu nieprzestrzegania terminu zapłaty czynszu
Condoapartament	264	46	10	5	324	325	325
Pokój w condohotelu	9	0	0	0	9	9	9

Źródło: opracowanie własne.

¹⁶ Art. 22, Ustawa z 24.06.1994 r. o własności lokali.

W tabeli 6.55 zestawiono parametry umów. Zaobserwowano, że najczęściej stosowanym okresem na jaki zawierano umowy najmu, to 10 lat, rzadziej stosowano 15-letnie okresy wynajmu. Zdarzały się okresy 20-letnie (w 10 przypadkach), a nawet 30-letnie (5 umów).

Zgodnie z danymi zaprezentowanymi w tabeli 6.55 automatyczne przedłużenie umowy najmu przewidywały umowy dla 333 lokali, natomiast w jednym przypadku umowa zawierała zapis o negocjacjach w zakresie przedłużania umowy. W przypadku wszystkich umów zawarto zapis o wcześniejszym zakończeniu umowy w określonych sytuacjach.

Tabela 6.56. Prawo pierwokupu condonieruchomości zastrzeżone aktem notarialnym przez operatora

Rodzaj condonieruchomości	Tak	Nie	Brak zapisu
Condoapartament	256	68	1
Pokój w condohotelu	9	0	0

Źródło: opracowanie własne.

Analizując umowy, zauważono zapisy dotyczące gwarancji prawa pierwokupu w sytuacji, gdyby wynajmujący podjął decyzję o zbyciu condonieruchomości. Dane w tabeli 6.56 wskazują, że 256 umów takie zapisy ma, a w przypadku jednej kwestia nie została uregulowana.

Tabela 6.57. Zabezpieczenie roszczeń wynajmującego

Rodzaj condonieruchomości	Kontrola właścicielska w lokalu	Dobrowolne notarialne poddanie się egzekucji przez najemcę	Ważność umowy wobec następcy prawnego wynajmującego	Bez prawa najemcy do potrącania innych kwot niż za pobyt właścicielski	Zmiana umowy wyłącznie w formie pisemnej	Bez spełnienia świadczeń wobec najemcy z powodu siły wyższej
Condoapartament	325	325	325	325	325	325
Pokój w condohotelu	9	9	9	0	9	9

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 6.57 przedstawiono dane dotyczące zabezpieczenia roszczeń oraz interesów wynajmującego. Zawarto także zapisy chroniące wynajmującego w zakresie kontroli właścicielskiej, zmian i wypowiedzenia umowy.

6.6. Analiza danych przy zastosowaniu drzewa decyzyjnego

W celu zastosowania drzewa decyzyjnego opisanego w rozdziale 5 należało obliczyć wskaźniki zawarte w tabeli 1 dla wariantu niekorzystania z pobytu właścicielskiego.

Na podstawie danych zawartych w umowie z operatorem obliczono wskaźniki opisane w rozdziale 5 takie jak: URP-1, URP-2, RPUKRL-1 oraz RPUKRL-2.

Tabela 6.58. Zestawienie wartości parametrów UPR-1, UPR-2, RPUKRL-1 i RPUKRL-2

Inwestycje	URP-1 (%)	URP-2 (%)	RPUKRL-1 (%)	RPUKRL-2 (%)
Szczyrk	7,00	6,74	6,24	6,01
Szklarska Poręba	8,00	7,62	6,49	6,19
Warszawa	6,00	5,74	6,00	5,74
Frombork	7,00	6,64	7,00	6,64
Kołobrzeg	5,50	5,36	4,94	4,81
Mielenko	8,50	8,34	7,63	7,49

Źródło: Opracowanie własne.

Identycznie obliczono wskaźniki dla wariantu korzystania z pobytu właścicielskiego, co zapisano w tabeli 6.59.

Tabela 6.59. Zestawienie wartości parametrów UPR-1, UPR-2, RPUKRL-1 i RPUKRL-2 dla wariantu wykorzystując pobyt właścicielski

Inwestycje	UPR-1 (%)	UPR-2 (%)	RPUKRL-1 (%)	RPUKRL-2 (%)
Szczyrk	6,00	5,74	5,36	5,12
Szklarska Poręba	8,00	7,25	6,20	5,89
Warszawa	8,70	8,44	8,70	8,44
Frombork	7,00	6,64	7,00	6,64
Kołobrzeg	4,90	4,76	4,40	4,27
Mielenko	7,50	7,34	6,73	6,59

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie drzewa decyzyjnego opisanego w rozdziale 5 przyporządkowano dane dotyczące wymienionych wcześniej 6-ciu inwestycji w celu przyporządkowania punktów. Dla uzyskania danych dotyczących atrakcyjności inwestowania w omawiane wcześniej condojednostki obliczono sumę punktów każdej inwestycji.

Brano pod uwagę takie dane jak:

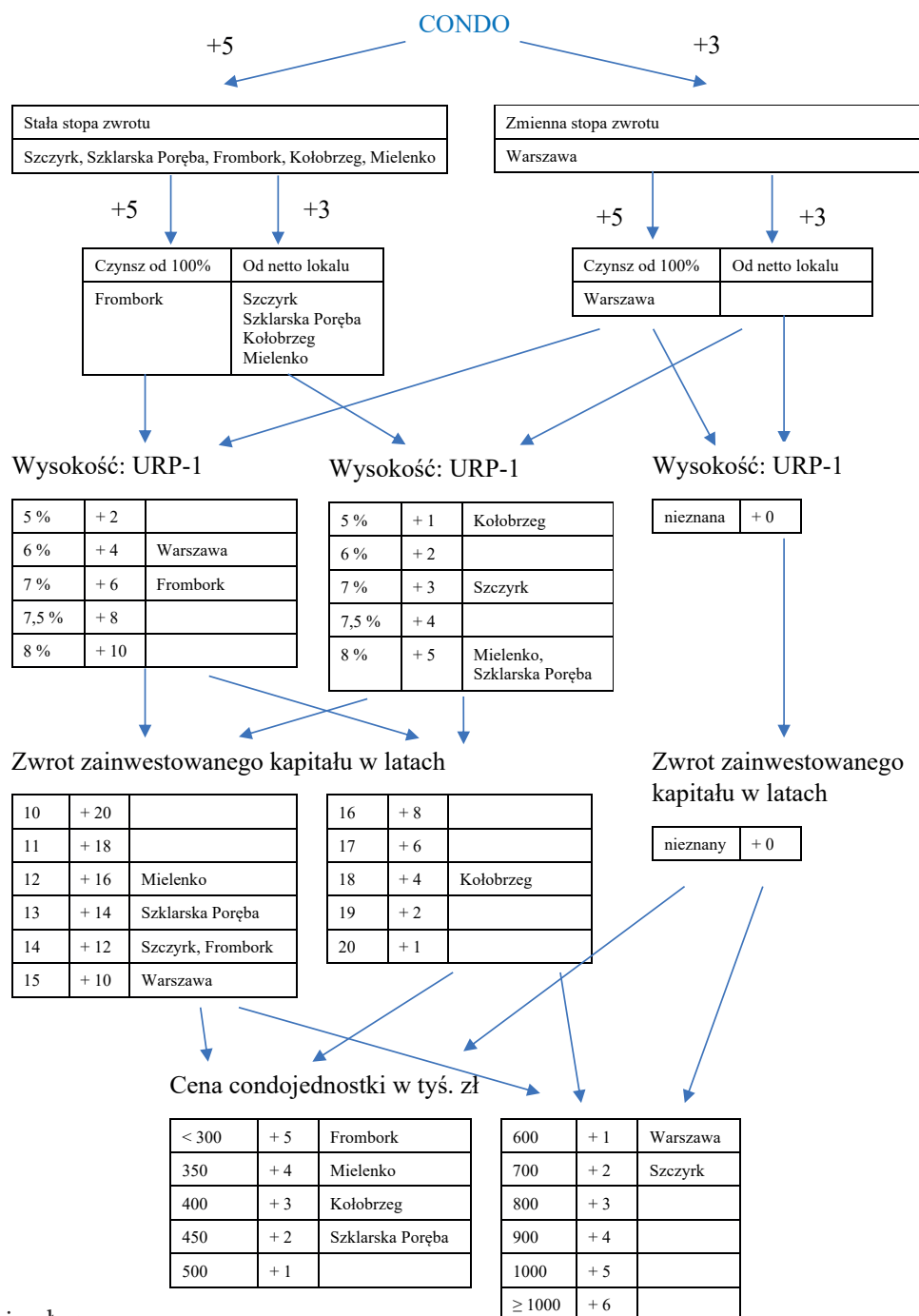
- sposób rozliczania w oparciu o stałą, bądź zmienną stopę zwrotu,
- płatność czynszu od 100% ceny lokalu z wyposażeniem, lub od ceny lokalu,
- wysokość wskaźnika URP-1, URP-2, RPUKRL-1, RPUKRL-2,
- wysokość wskaźnika WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4.
- liczbę lat potrzebnych do uzyskania zwrotu zainwestowanego kapitału,
- cenę lokalu.

W tabeli 6.60 zaprezentowano uzyskaną sumę punktów dla wartości URP-1 i WSZ-1

Tabela 6.60. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-1

Lokalizacja inwestycji	Stopa zwrotu	Sposób rozliczenia czynszu: 100%/netto	Obliczony zwrot od wartości lokalu URP-1	Lata zwrotu zainwestowanego kapitału	Cena lokalu WSZ-1	Suma punktów
Szczyrk	5	3	3	12	2	25
Szklarska Poręba	5	3	5	14	2	29
Warszawa (*), (**)	3	5	4	10	1	23
Frombork	5	5	6	12	5	33
Kołobrzeg	5	3	1	4	3	16
Mielenko	5	3	5	16	4	33

(*) nie przewidziano pobytu właścicielskiego, (**) złożona stopa zwrotu z części stałej plus ruchomej uzależnionej od wyników finansowych obiektu

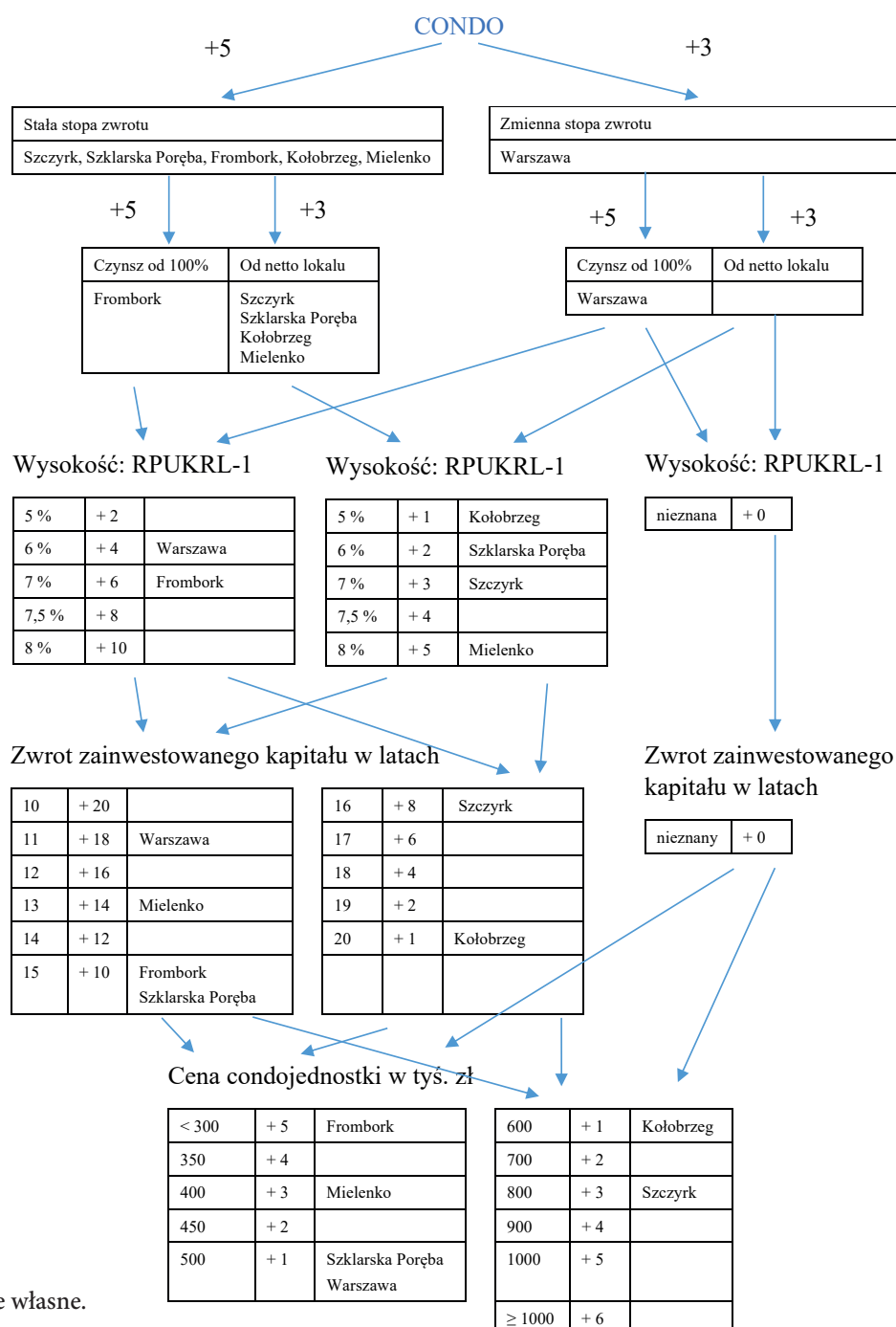


Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 6.62. zaprezentowano sumę punktów dla wskaźników WSZ-3, RPUKRL-1.

Tabela 6.62. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-3

Lokalizacja inwestycji	Stopa zwrotu	Sposób rozliczenia czynszu:100%/netto	Obliczony zwrot od wartości lokalu RPUKRL-1	Lata zwrotu zainwestowanego kapitału	Cena lokalu WSZ-3	Suma punktów
Szczyrk	5	3	3	8	3	22
Szklarska Poręba	5	3	2	10	1	21
Warszawa	3	5	4	18	1	31
Frombork	5	5	6	10	5	31
Kołobrzeg	5	3	1	1	1	11
Mielenko	5	3	8	14	3	33

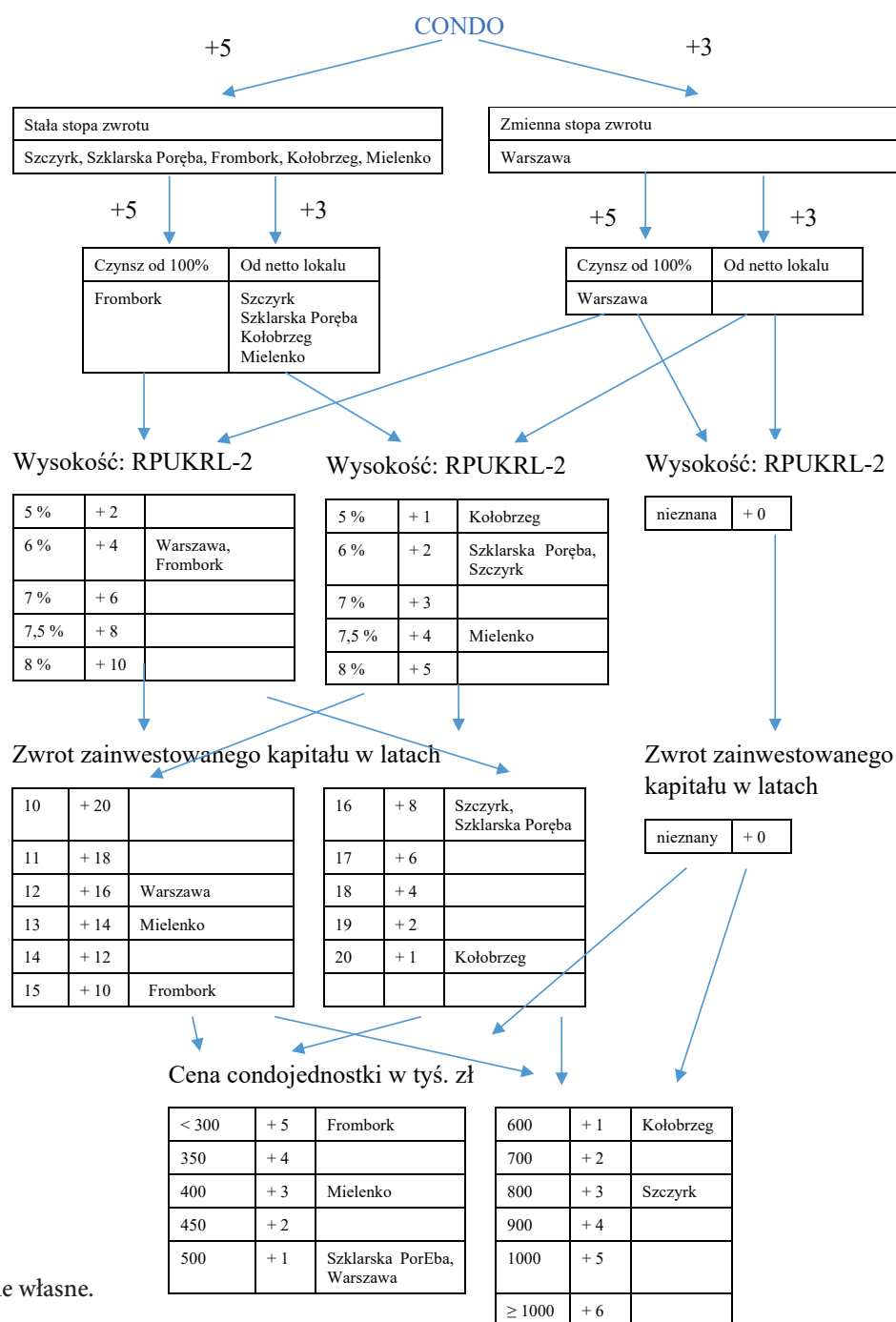


Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 6.63 zaprezentowano sumę punktów dla wskaźników WSZ-4, oraz RPUKRL-2

Tabela 6.63. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-4

Lokalizacja inwestycji	Stopa zwrotu	Sposób rozliczenia czynszu: 100%/netto	Obliczony zwrot od wartości lokalu RPUKRL-2	Lata zwrotu zainwestowanego kapitału	Cena lokalu WSZ-4	Suma punktów
Szczyrk	5	3	2	8	3	21
Szklarska Poręba	5	3	2	8	1	19
Warszawa	3	5	4	16	1	29
Frombork	5	5	4	10	5	29
Kołobrzeg	5	3	1	1	1	11
Mielenko	5	3	4	14	3	29



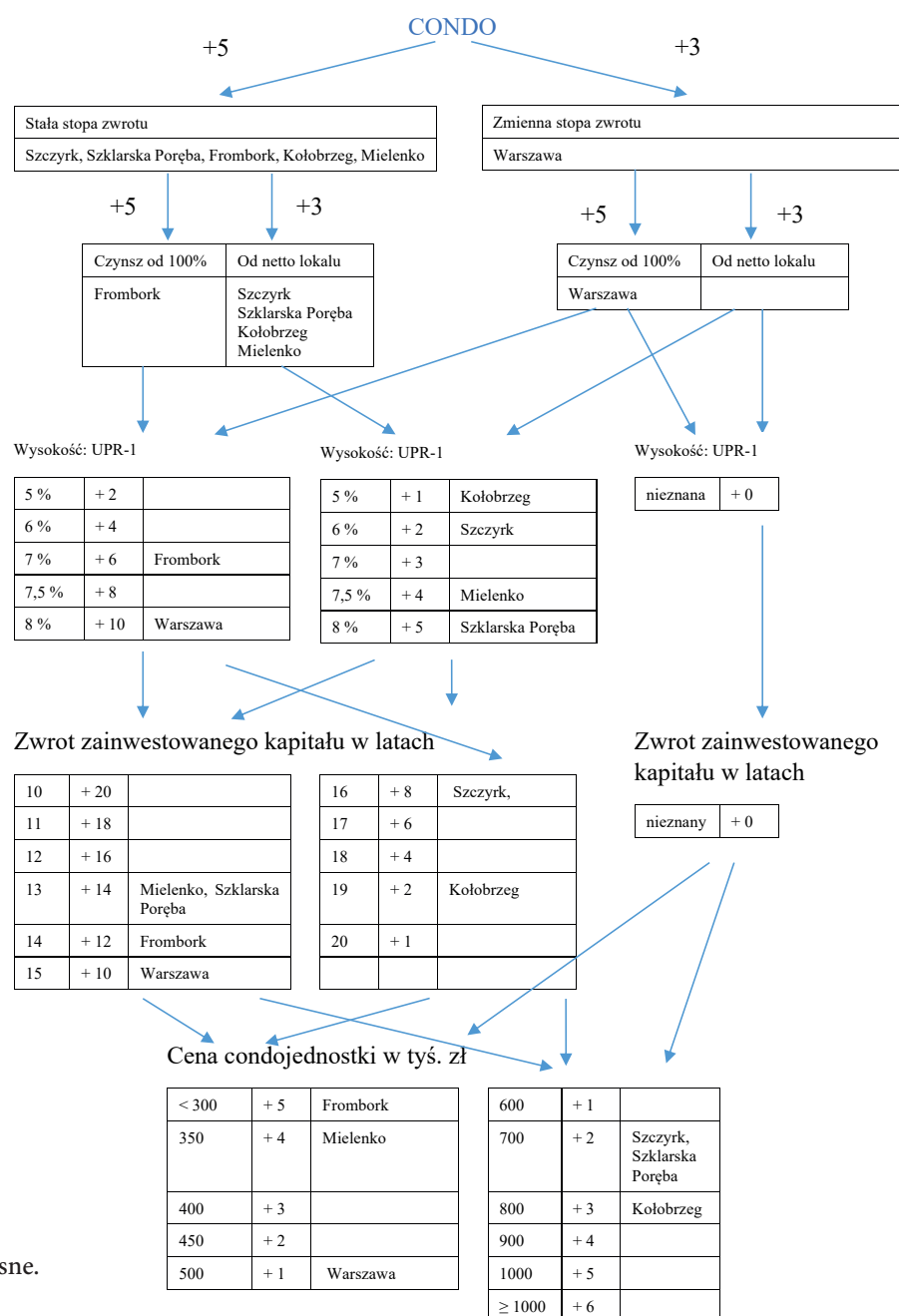
Źródło: Opracowanie własne.

Identyczną metodę zastosowano przy obliczaniu dokładnie tych samych wskaźników w sytuacji korzystania z pobytu właścicielskiego.

W tabeli 6.64 zestawiono dane dla wskaźników WSZ-1 oraz URP-1

Tabela 6.64. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-1 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego

Lokalizacja inwestycji	Stopa zwrotu	Sposób rozliczenia czynszu: 100%/netto	Obliczony zwrot od wartości lokalu URP-1	Lata zwrotu zainwestowanego kapitału	Cena lokalu WSZ-1	Suma punktów
Szczyrk	5	3	2	8	2	20
Szklarska Poręba	5	3	5	14	2	29
Warszawa	3	5	10	10	1	29
Frombork	5	5	6	12	5	33
Kołobrzeg	5	3	1	2	3	14
Mielenko	5	3	4	14	4	30

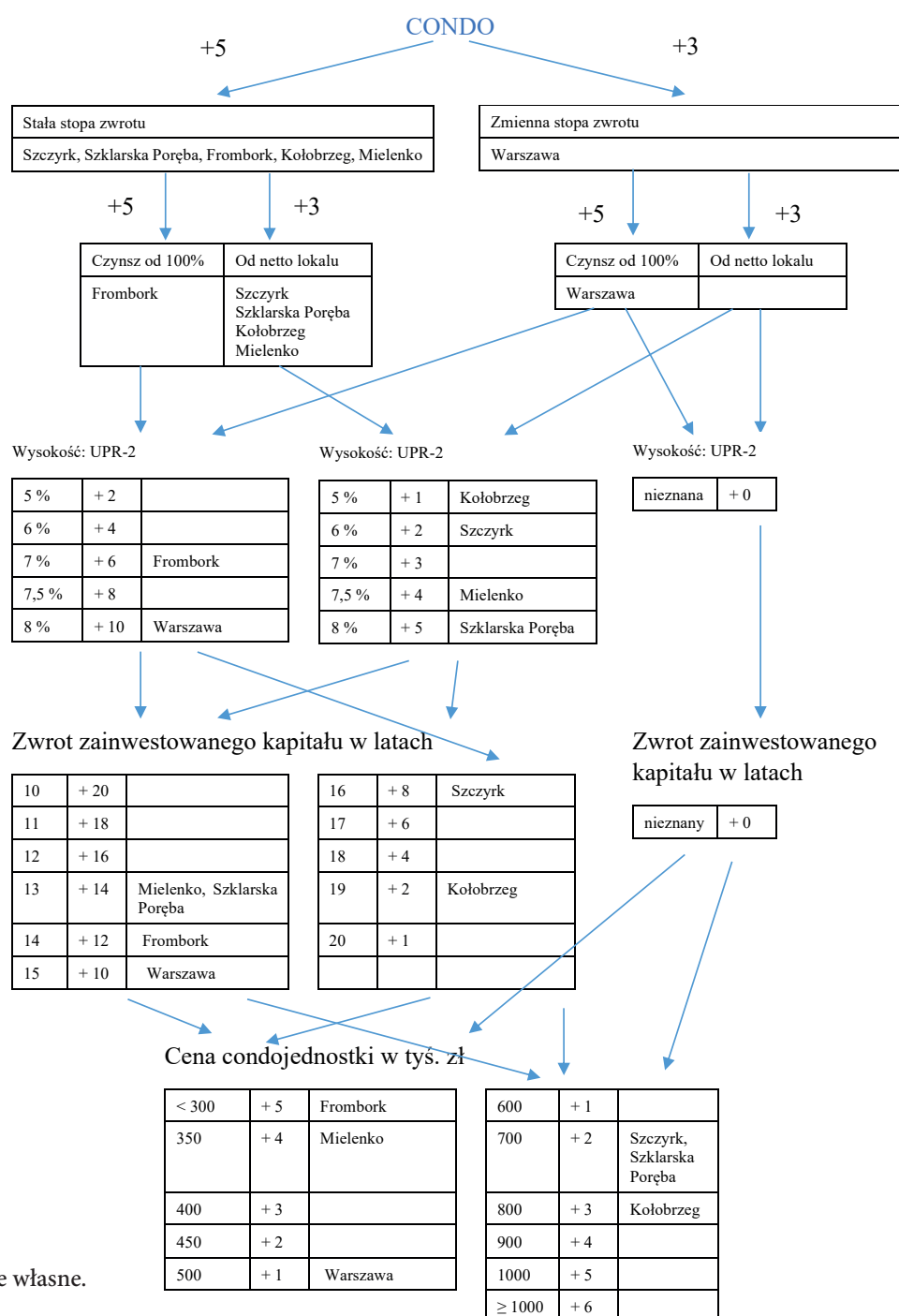


Źródło: Opracowanie własne.

Dane zawarte w tabeli 6.65 odnoszą się odpowiednio do wartości URP-2 i WSZ-2

Tabela 6.65. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-2 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego

Lokalizacja inwestycji	Stopa zwrotu	Sposób rozliczenia czynszu: 100%/netto	Obliczony zwrot od wartości lokalu URP-2	Lata zwrotu zainwestowanego kapitału	Cena lokalu WSZ-2	Suma punktów
Szczyrk	5	3	2	6	2	18
Szklarska Poręba	5	3	3	12	2	25
Warszawa	3	5	10	10	1	29
Frombork	5	5	4	12	5	31
Kołoźrzeg	5	3	1	2	3	14
Mielenko	5	3	4	14	4	30

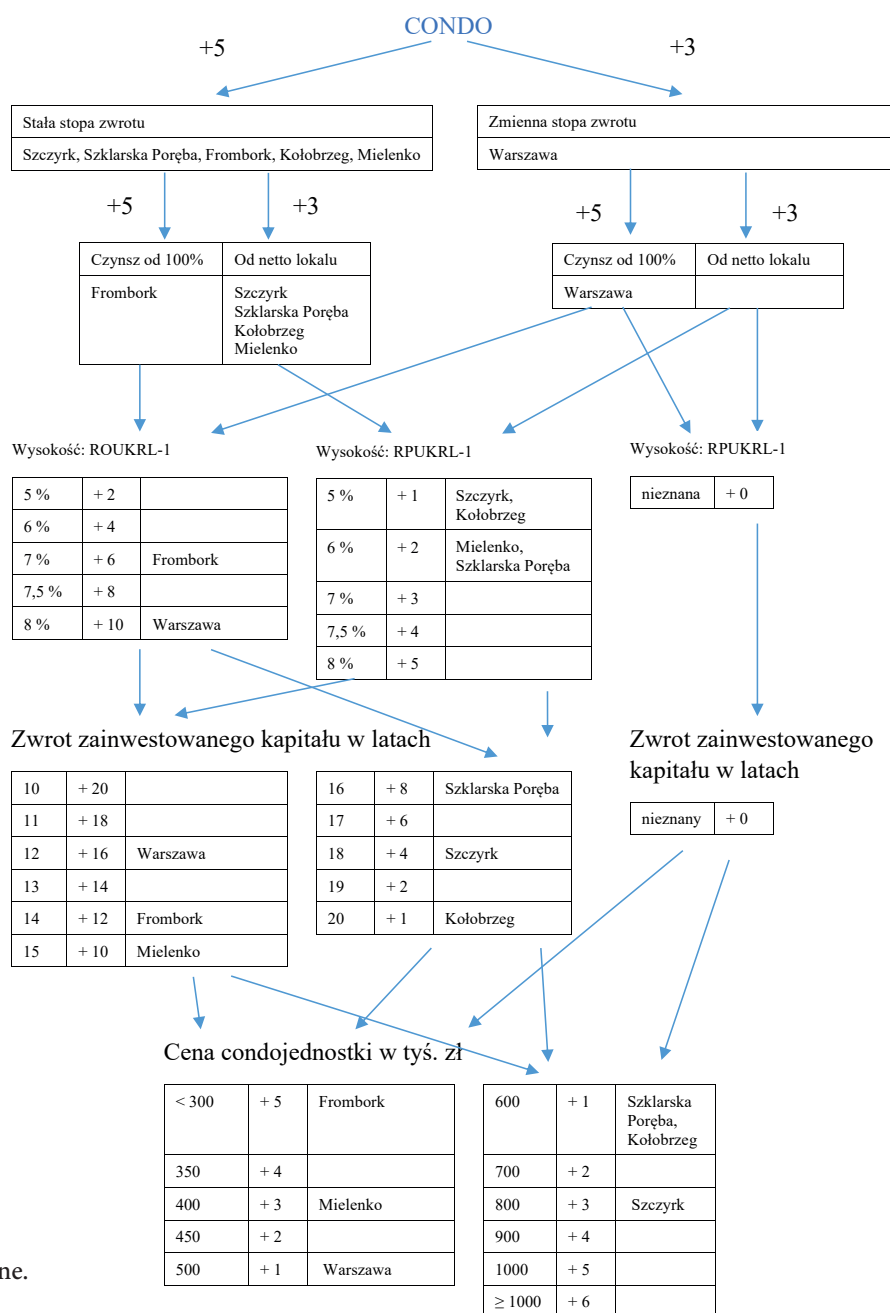


Źródło: Opracowanie własne.

Podstawiając dane do drzewa decyzyjnego, uzyskano sumę punktów dla wartości WSZ-3 i RPUKRL-1 którą zaprezentowano w tabeli 6.66.

Tabela 6.66. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-3 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego

Lokalizacja inwestycji	Stopa zwrotu	Sposób rozliczenia czynszu: 100%/netto	Obliczony zwrot od wartości lokalu RPUKRL – 1	Lata zwrotu zainwestowanego kapitału	Cena lokalu WSZ-3	Suma punktów
Szczyrk	5	3	1	4	3	16
Szklarska Poręba	5	3	2	8	1	19
Warszawa	3	5	10	16	1	35
Frombork	5	5	6	12	5	33
Kołobrzeg	5	3	1	1	1	11
Mielenko	5	3	2	10	3	23



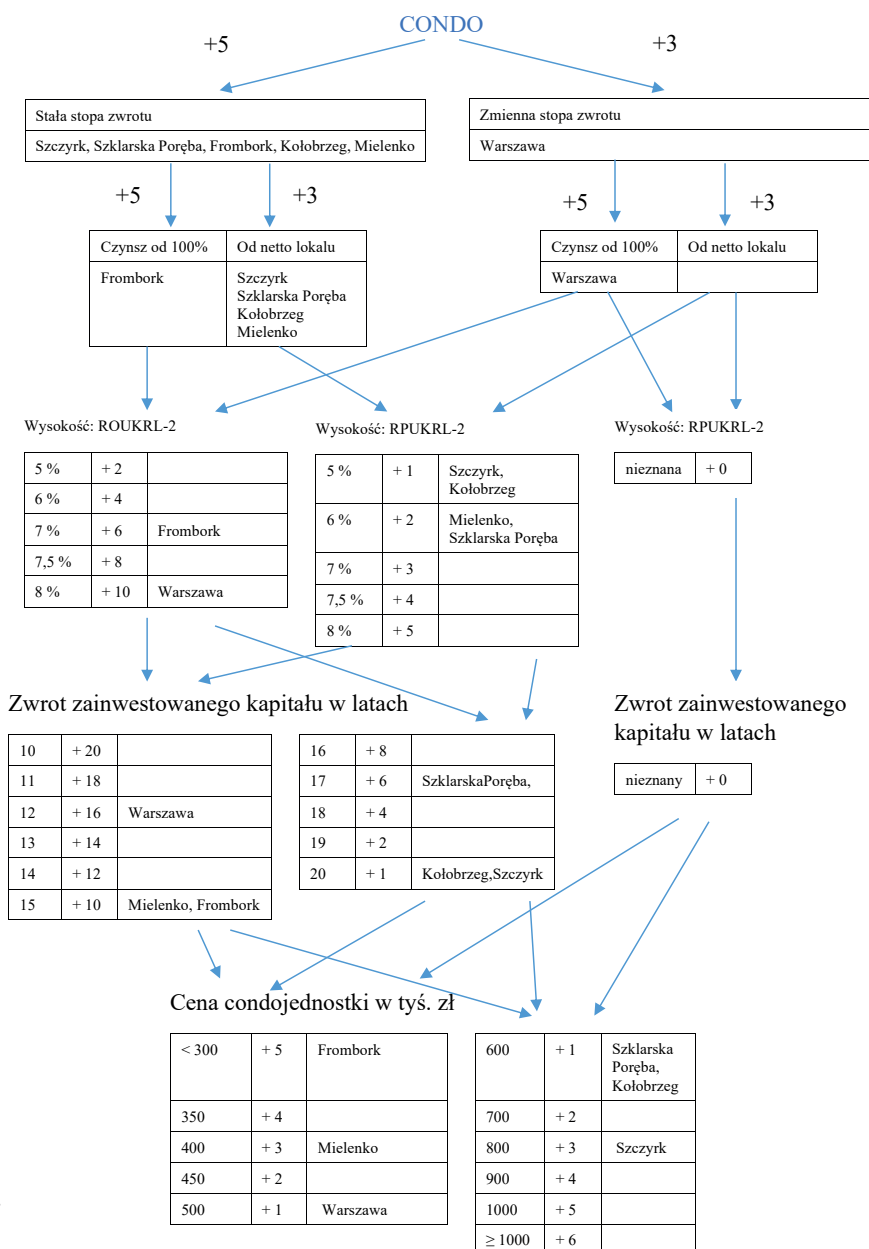
Źródło: Opracowanie własne.

Odpowiednio podstawiono dane dla wartości WSZ-4 i RPUKRL-2, sumę punktów zestawiono w tabeli 6.67.

Tabela 6.67. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-4 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego

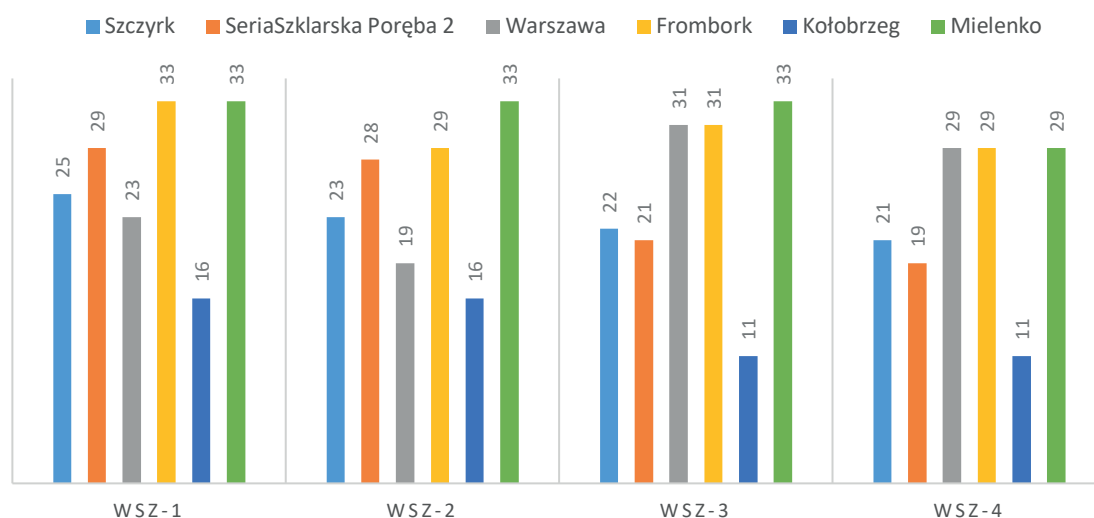
Lokalizacja inwestycji	Stopa zwrotu	Sposób rozliczenia czynszu: 100%/netto	Obliczony zwrot od wartości lokalu RPUKRL-2	Lata zwrotu zainwestowanego kapitału	Cena lokalu WSZ-4	Suma punktów
Szczyrk	5	3	1	1	3	13
Szklarska Poręba	5	3	2	6	1	17
Warszawa (*), (**)	3	5	10	16	1	35
Frombork	5	5	6	10	5	31
Kołobrzeg	5	3	1	1	1	11
Mielenko	5	3	2	10	3	15

(*) nie przewidziano pobytu właścicielskiego, (**) złożona stopa zwrotu z części stałej plus ruchomej uzależnionej od wyników finansowych obiektu.



Źródło: Opracowanie własne.

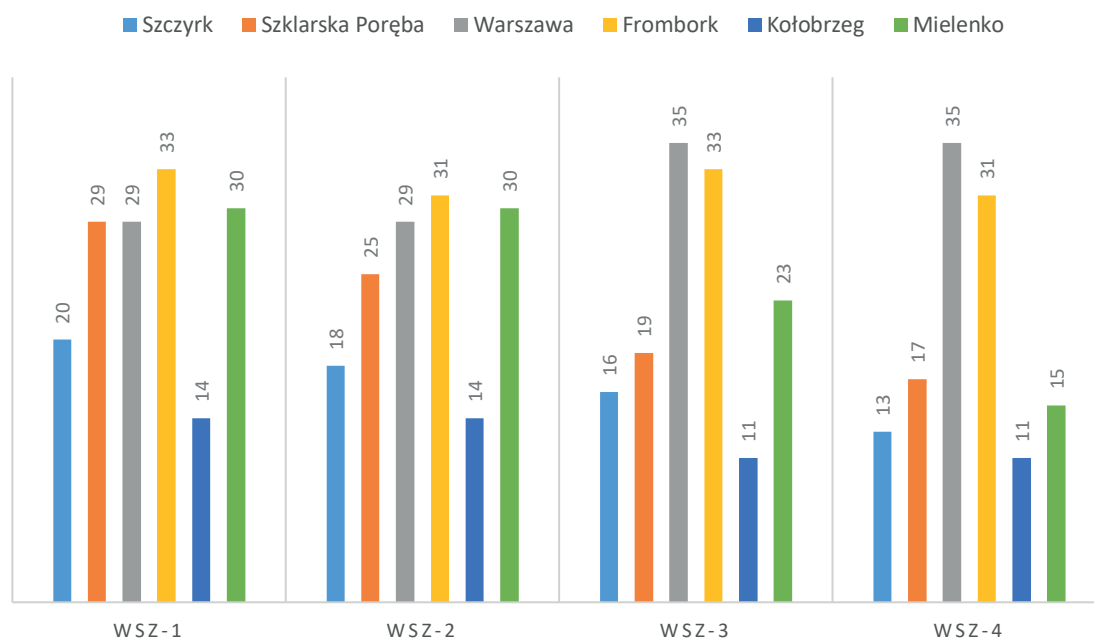
Zestawiając dane z tabel dla poszczególnych wskaźników na wykresie 6.22 zobrazowano liczbę punktów poszczególnych condoodnostek dla wariantu niekorzystania z pobytu właścicielskiego.



Rysunek 6.22. Zestawienie przyznanych punktów dla condoodnostek na podstawie drzewa decyzyjnego

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 6.23 zestawiono punktację dla tych samych wartości z wykorzystaniem możliwości pobytu właścicielskiego.



Rysunek 6.23. Zestawienie przyznanych punktów dla condoodnostek na podstawie drzewa decyzyjnego z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego

Źródło: Opracowanie własne.

Z przytoczonych danych w tabeli 6.58 i 6.64 wynika, że najkorzystniejszymi biorąc pod uwagę liczbę przyznanych punktów są inwestycje w Mielenku i Fromborku. Przy czym zauważyć należy, że korzystanie z pobytu właścicielskiego w przypadku Mielenka skutkuje utratą 3 punktów.

Analizując dane z tabeli 6.61 i 6.65 zauważyć należy, że najkorzystniejszą inwestycją w przypadku niekorzystania z pobytu właścicielskiego jest condojednostka w Mielenku, ale w sytuacji korzystania z pobytu właścicielskiego, dla tych samych parametrów inwestycja we Fromborku jest korzystniejsza o 1 punkt.

Dla wskaźnika WSZ-3 największą ilość punktów gromadzą condojednostki w Warszawie, Fromborku i Mielenku co wskazano w tabelach 6.62 i 6.66. Z kolei najkorzystniej dla korzystających z pobytu właścicielskiego prezentuje się inwestycja we Fromborku. W tabeli 6.66 więcej punktów zdobywa condojednostka warszawska, wynika to jednak z braku możliwości korzystania z nieruchomości przez właściciela.

Analizując dane z tabeli 6.63 i 6.67 zauważa się, że dla wskaźnika WSZ-4 aż 3 condojednostki uzyskały identyczną liczbę punktów 29 mianowicie Warszawa, Frombork i Mielenko. Natomiast dla wskaźnika WSZ-4 ale dla inwestorów korzystających z możliwości pobytu właścicielskiego Frombork uzyskuje największą liczbę punktów. W tabeli 6.67 Warszawa ma największą punktację, wynika to z braku możliwości korzystania na zasadach pobytu właścicielskiego i przy założeniu operatora 8,7%-owego zwrotu z zainwestowanego kapitału w stosunku rocznym. Nadmienić należy, że w przypadku condojednostki w Warszawie sposób rozliczania czynszu skonstruowany jest w oparciu o mechanizm udziału w zysku całego hotelu i nie ma gwarancji, że zostanie na takim poziomie osiągnięty aby wypłacić inwestorom 8,7% w stosunku rocznym.

Zakończenie

Zasadniczą częścią rozprawy doktorskiej było zbadanie uwarunkowań i efektywności inwestowania na rynku condonieruchomości w Polsce. W ramach dociekań naukowych, podczas zgłębiania materii rynku condonieruchomości w Polsce poddano weryfikacji hipotezy postawione we wstępie.

1. Rynek condoapartamentów w Polsce stanowi dynamicznie rozwijający się obszar inwestowania.
2. Inwestycje w condoapartamenty są atrakcyjne z punktu widzenia stóp zwrotu przy określonym poziomie ryzyka w porównaniu z innymi obszarami inwestowania

Za pomocą zadań badawczych zrealizowano wszystkie cele główne rozprawy doktorskiej mające kluczowy wpływ na optymalizację zysków z zainwestowanego kapitału na rynku condonieruchomości w Polsce przy uwzględnieniu poziomu ryzyka finansowego, a także ryzyka pozafinansowego.

Po zrealizowaniu zadań badawczych oraz przeanalizowaniu rynku condonieruchomości w Polsce sformułowano następujące wnioski i spostrzeżenia dotyczące uwarunkowań i efektywności inwestowania na badanym rynku:

1. Rynek condonieruchomości rozwija się dynamicznie w rejonach o znacznym potencjale ruchu turystycznego. Po przeanalizowaniu badanych umów zauważa się rozmieszczenie condonieruchomości w następujący sposób, na 334 lokalizacje 119 z nich znajdują się w pasie nadmorskim, 186 – w obszarze gór, 17 to Mazury oraz 9 jednostek w Warszawie.
2. Do podpisania umowy z operatorem w przypadku 89 jednostek wymagane było poniesienie przez inwestora dodatkowego kosztu w postaci zakupu miejsca parkingowego. Wydatek na zakup wyposażenia konieczny był w przypadku 317 jednostek. Na 334 badane jednostki tylko w przypadku 9 jednostek w condohotelu zakup wyposażenia nie był konieczny oraz w 8 jednostkach condoapartamentów. Można zatem przyjąć, że zakup lokalu w większości skutkuje poniesieniem dodatkowych kosztów na zakup niezbędnych składników koniecznych do podpisania umowy z operatorem.
3. Po analizie umów dotyczących 334 lokali ustalono, że średnia cena lokalu wraz z wyposażeniem oscyluje w okolicy 445 tys. zł netto, natomiast m² lokalu wraz z wyposażeniem to koszt przekraczający 14 tys. zł netto. Wartość samego wyposażenia w badanych lokalach to blisko 1800 zł za 1 m². W zdecydowanej większości badane apartamenty stanowiły jednostki jednopokojowe (na 334 badane lokale było aż 239 jednopokojowych). Koszty miejsca parkingowego to ok 30–40 tys. zł. Konieczność zakupu miejsca parkingowego odnotowano w 89 przypadkach na 334 badane lokale.
4. Na podstawie badań przeprowadzonych na grupie 334 lokali stwierdzono zastosowanie trzech rodzajów rozliczeń operatorów z właścicielami lokali. Najbardziej popularną formą rozliczeń było zastosowanie stałej stopy zwrotu. Taka forma rozliczenia między stronami występowała w 279 lokalach. Mniej popularną, choć coraz częściej stosowaną była proporcjonalna do zysku stopa zwrotu, którą zastosowano w 46 jednostkach. Inną formą

- rozliczeń było zastosowanie złożonej stopy zwrotu (kombinowanej), która dotyczyła jedynie 9 jednostek w condohotelu.
5. Badając umowy, wywnioskowano rozbieżności w umownym zwrocie z zainwestowanego kapitału w odniesieniu do rzeczywistych przychodów generowanych przez nieruchomość. Na 334 lokale niższe niż umowne zwroty z zainwestowanego kapitału wykazano w 317 przypadkach, przychód zgodny z umową zaobserwowano w 8 condoapartamentach, natomiast wyższy niż deklarowany w umowie – w 9 przypadkach i dotyczyło to condohotelu, gdzie zastosowano kombinowany sposób rozliczeń. Operatorzy stosowali zróżnicowane umowne stawki rozliczeniowe rocznych stóp zwrotu z właścicielami condonieruchomości, średnia roczna stopa zwrotu kształtowała się w badanej grupie na poziomie 6,774%, luka dochodowa w umownych i rzeczywistych przychodach dotyczyła 317 lokali. Indeksacja czynszów obwarowana umownie dotyczyła 80 lokali, natomiast zapis dotyczący zmiany wysokości stawek w przypadku deflacji zawierały 23 umowy.
 6. Właściciele condonieruchomości mieli możliwość skorzystania z pobytu właścicielskiego, w zależności od zawartej z operatorem umowy długość pobytu właścicielskiego kształtował się na poziomie od 10 do 29 dni w ciągu roku. Pobyt właścicielski nie był możliwy w okresie maksymalnego ruchu turystycznego, w okresie świąt oraz wakacji i tzw. sezonu wysokiego. W condohotelu nie przewiduje się możliwości skorzystania z pobytu właścicielskiego. Odpłatność za pobyt kształtowała się w zależności od operatora i zawartej umowy. 317 umów przewidywało odpłatny pobyt, a jego wysokość oscylowała w granicy 1% rocznych przychodów.
 7. Po przeanalizowaniu umów dotyczących 334 condojednostek stwierdzono konieczność wnoszenia dodatkowych opłat w związku z zarządzaniem częściami wspólnymi, ubezpieczenia, remontów oraz wymiany i dostosowania wyposażenia do standardów operatora bądź sieci, z którą operator zawarł umowę na obsługę zgodną ze standardem sieci. Przewidziano również kary za niedotrzymywanie warunków i zobowiązań.
 8. Umowy zawierano najczęściej na 10 lat (264 przypadki na 334), 15-letnie umowy dotyczyły 46 przypadków, a tylko 10 zawierano na okres 20 lat; ciekawe okazały się umowy 30-letnie, które zawarto w przypadku 5 lokali. Można zatem z całą stanowczością stwierdzić, że są to inwestycje długoterminowe.
 9. Stwierdzono zapisy umowne o prawie pierwokupu lokali w znacznej części umów. 265 lokali dotyczył zapis prawa pierwokupu na rzecz operatora, a 68 lokali było wolnych od takiego zapisu.
 10. Analizując dochodowość, wysunięto wniosek, że przychód generowany przez condojednostkę (UPR-1), stanowiący wartość przyjętą w procentach, znacznie różni się od wartości rzeczywistych. Dokonując obliczeń, odkryto, że „gwarantowany np. 7% zwrot” zgodnie z zapisami umowy jest niższy średnio o jeden p.p. od wartości, które nieruchomość powinna generować. Poszukując przyczyn takiego stanu rzeczy, z uwagi na znaczne kwoty różnicy w przychodach stwierdzono, że wynika to z metody przyjmowania wartości, od której wypłacano czynsz. Niższy od umownego zwrot z inwestycji powodowała konieczność zakupu lokalu wraz z wyposażeniem, natomiast czynsz wypłacano od kwoty netto lokalu bez wyposażenia. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym rzeczywisty roczny dochód była konieczność opłacania dodatkowych składników, takich jak utrzymanie części wspólnych, składki na utrzymanie zarządu czy inne, które omówiono w rozdziale VI.
 11. Analizując dochodowość oraz koszty pobytu właścicielskiego, stwierdzono, że pobyt właścicielski w przypadku jego wykorzystania generuje znaczne koszty, co powoduje

- zmniejszenie rocznego przychodu o ok. 0,7 do 1 p.p. Biorąc pod uwagę długość korzystania z lokalu, szczególnie w okresie o małej atrakcyjności turystycznej (poza sezonem wakacyjnym, świętami i feriami), z całą pewnością uznać można, że pobyt właścicielski jest bardzo kosztowny i nieopłacalny.
12. Rozpatrując pod względem finansowym, na podstawie umów poszczególnych nieruchomości, przyczyn rozbieżności w zwrocie wynikającym z umowy i zwrocie rzeczywistym z zainwestowanego kapitału, zdefiniowano i odkryto luki dochodowe, zarówno w przychodach, jak i wartościach nieruchomości. Zauważono i z całą pewnością stwierdzono różnicę w wartości kupowanej nieruchomości, Zazwyczaj rzeczywista wartość nieruchomości była większa o 10–15%. Wiązało się to z zakupem wyposażenia, którego wartość stanowiło owe 10–15% całości inwestycji. Należy nadmienić, że wartość wyposażenia nie stanowiła podstawy do naliczania umownego rocznego przychodu (wskaźnika URP-1), dlatego w dysertacji zwrócono na ten problem uwagę i dokonano wyznaczenia wskaźnika HRPR-1, który oddziela wartości realne od rzeczywistych a nie od umownej wartości lokalu. Zauważono również, że dokonując obliczeń w sposób uwzględniający wartości rzeczywiste dochodzi do powstania luki w przychodach, którą zdefiniowano współczynnikiem LZI. Należy nadmienić z całą pewnością, że w przypadku condonieruchomości nie obowiązuje pojęcie gwarantowanej stopy zwrotu na poziomie określonym w %. Z całą pewnością, za wyjątkiem tzw. kombinowanego sposobu rozliczenia bądź złożonego sposobu rozliczenia, rzeczywisty zwrot z zainwestowanego kapitału jest niższy o około jeden p.p., co w wartościach pieniężnych, zważywszy na dużą kapitałochłonność inwestycji, stanowi znaczne kwoty. Wyliczono również w celach porównawczych zwrot z zainwestowanych 100 tys. zł na rynku condonieruchomości. Biorąc pod uwagę zależności funkcjonujące w tym obszarze, zauważono, że inwestycja dotknięta jest lukami w przychodach na identycznym poziomie.
13. Dla wybranych inwestycji obliczono wewnętrzne stopy zwrotu (IRR – Internal Rate of Return) dla wartości umownych oraz dla wartości rzeczywistych. Obliczono także te wskaźniki dla wariantu przewidującego pobyt właścicielski oraz dla wariantu nieprzewidującego pobytu właścicielskiego. Analizując dane dla poszczególnych wariantów, biorąc pod uwagę założenia do obliczeń, należy stwierdzić kategorycznie, że inwestycja na rynku condonieruchomości jest inwestycją długoterminową. Należy także przyjąć, że inwestor w zależności od przyjętego wariantu oraz warunków korzystania z nieruchomości, zainwestowane środki finansowe będzie mógł odzyskać w okresie przekraczającym kilkanaście lat, a dokładnie, w badanych przypadkach, 12 lat do 21 lat w najmniej korzystnym wariantcie dla danej nieruchomości.
14. Dla wybranych inwestycji wyliczono wartości NPV (*net present value*, inaczej: wartość obecna netto, wartość bieżąca netto, wartość zaktualizowana netto) oraz dla poszczególnych wskaźników istotnych z punktu widzenia opłacalności inwestycji zawartych w rozdziale VI. Obliczeń dokonano w odniesieniu do okresu 5, 10, 15 i 20 lat. Biorąc pod uwagę zalecenia wynikające z generalnej zasady stosowania wartości bieżącej netto¹, należy stwierdzić, że większość inwestycji przy konkretnych założeniach należałoby odrzucić z uwagi na ujemne wartości. Należy brać pod uwagę to, że inwestor stał się właścicielem

¹ Realizacja projektu akceptowalna przez inwestora wyłącznie w sytuacji dodatnich wartości NPV w zakładanym okresie inwestycyjnym.

- nieruchomości, której wartość w czasie jest zmienna, niemożliwa do oszacowania w 20-letnim okresie inwestycyjnym.
15. Poddano próbie oszacowanie wartości nieruchomości w przyszłości, jednak biorąc pod uwagę, że rynek condonieruchomości stanowi „młody” mechanizm inwestycyjny i nieruchomości na rynku wtórnym nie funkcjonują w obrocie z uwagi na trwanie umów z operatorami, poddano porównaniu wzrost wartości nieruchomości mieszkaniowych w pobliżu usytuowania badanych condonieruchomości. Stwierdzono, że średni wzrost wartości w odniesieniu do 2006 roku wynosił 5,28%, a wskaźnik ten był zaniżany jedynie z powodu stagnacji na rynku nieruchomości na Mazurach. Poza tym w innych rejonach Polski wzrosty były powyżej 6,5%. Ostrożnie można zatem przyjąć, że pomimo znacznych cen nieruchomości komercyjnych, wartość condonieruchomości wzrastać będzie podobnie jak nieruchomości mieszkaniowych. Wywnioskowano, że przy średnim poziomie wzrostu inflacji kształtującej się średniorocznie w zakresie 2,0%, średnioroczny wzrost wartości nieruchomości wynosił 5,28%, czyli blisko 3 p.p. powyżej wskaźnika inflacji. Przeanalizowano zmianę poziomu cen nieruchomości dla poszczególnych systemów gospodarczych na świecie i wyciągnięto wniosek o permanentnym wzroście wartości nieruchomości w latach 2006–2020. Zauważa się nieznacznie mniejszą dynamikę wzrostu jak w Polsce, jednak utrzymywała się tendencja wzrostowa.
 16. Analizując ryzyko, nasuwają się dwa wnioski dotyczące finansowej strony przedsięwzięcia (inwestycji). Rzecz fundamentalna z punktu widzenia inwestora, czy inwestycja przyniesie zakładany zwrot roczny? Odpowiedź brzmi tak, biorąc pod uwagę sposób wyliczania zysku, o czym mowa była wcześniej. Z punktu widzenia osiągnięcia zakładanych przychodów należy uznać, że ryzyko nie istnieje, jest zdefiniowane w umowie z operatorem. Rozliczenie zwrotu rocznego spoczywa na operatorze i jest jego obowiązkiem rozliczyć się z inwestorem i nie mają znaczenia niekorzystne czynniki gospodarczych, które mogą przeszkodzić w uzyskaniu umownej stopy zwrotu na danym poziomie. Wyjątkiem jest taka forma rozliczenia, w której mamy do czynienia z rozliczeniem od wypracowanego zysku i jak w przypadku condohotelu Mercure w Warszawie złożonej stopy zwrotu. Istnieje jednak ryzyko związane z wiarygodnością operatora, należy pamiętać, że operatorzy funkcjonują jako spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i jak sama nazwa wskazuje odpowiedzialność jest ograniczona majątkiem i zobowiązaniami operatora. Z badań wynika, że tylko jednostkowi operatorzy, dokładnie 6 na 65 nie miało kłopotów z dotrzymaniem zobowiązań w okresie kryzysu gospodarczego na rynku turystycznym wywołanym pandemią Covid-19. Reszta zmuszona była do renegocjowania umów i opóźnienia w wypłacie czynszu operatorom.
 17. W dysertacji zaprezentowano przegląd stóp zwrotu innych instrumentów finansowych, takich jak obligacje, akcje przedsiębiorstw, przychody funduszy inwestycyjnych. Dane zestawiono z przychodami generowanymi przez condonieruchomości. Analizując dane, wyciągnięto wniosek, że inwestycja na rynku condonieruchomości przynosi wyższe stopy zwrotu niż inne badane instrumenty finansowe. W okresie inwestycyjnym określonym na 15 lat (najczęściej zawierana umowa z operatorem) wartości zwrotu wynikające z umowy z operatorem są najwyższe w zestawieniu ze wzrostem wartości badanych instrumentów. Dla inwestycji 20-letnich tylko inwestycja w akcje największych przedsiębiorstw przywołanych w pracy pozwalałyby inwestorom osiągnąć większe korzyści. Biorąc pod uwagę obecne realia gospodarcze, nasuwa się wniosek, że inwestycja na rynku condonieruchomości

jest jedną z najbardziej korzystnych, należy też dodać, że kapitał zabezpieczony jest nieruchomością, co w obecnej sytuacji ma kluczowe znaczenie.

18. W dysertacji dokonano obliczeń miar zróżnicowania oraz miary zmienności, a także średniej arytmetycznej i mediany dla badanych wartości. Wyniki badań pozwalają na wyciągnięcie i sformułowanie wniosków, że inwestowanie środków finansowych w condonieruchomości charakteryzuje się dużą zmiennością oraz wysokimi wartościami odchylenia standardowego. Wyliczone średnie wskazują na zróżnicowanie rynku. Ogólny wniosek po przeanalizowaniu współczynników, takich jak odchylenie standardowe oraz współczynnik zmienności, pozwala na przyjęcie stwierdzenia, że condonieruchomości charakteryzują się znacznym poziomem zindywidualizowania, co powoduje, że każdą nieruchomość należy badać indywidualnie, bez możliwości stosowania uniwersalnych szablonów identycznych dla każdej condojednostki.
19. Obliczono współczynnik Sharpe'a i dla wskaźników finansowych omówionych w rozdziale 5 stwierdzono wysokie wartości, co oznacza, że pozwala to na wyciągnięcie wniosku o niskim ryzyku niezrealizowania zakładanych stóp zwrotu i zysków z analizowanej inwestycji.
20. Poddając analizie zjawisko condonieruchomości, stwierdzono wiele rodzajów ryzyka pozafinansowego, w węższym ujęciu dotyczące realizacji zakładanych (zdefiniowanych umową) stóp zwrotu. Uznano, że ryzyko niezrealizowania jest minimalne. Poza sytuacją stanowiącą tzw. siłę wyższą oraz wynikającą z niedotrzymania umowy przez operatora. Sytuację gdzie wykorzystuje się „siłę wyższą” zdefiniowaną w umowie i niezależną od działalności człowieka obserwuje się obecnie podczas pandemii Covid-19 do zmian umowy między operatorami a właścicielami condonieruchomości. Następują upadłości operatorów, co powoduje drugą przesłankę ryzyka istotnie wpływającego na finanse, ale determinowane jest to kłopotami niewynikającymi z inwestycji, ale kłopotami partnera biznesowego. Warto brać pod uwagę powyższe zwłaszcza w sytuacji długoterminowych umów zawieranych często na okres 15 do 30 lat.
21. Podczas pogłębionej analizy umów stwierdzono wiele ograniczeń dysponowania własnością i obowiązków nakładanych umownie przez operatora. Szczególnym przypadkiem ograniczenia swobodnej dyspozycji właścicielskiej jest ustanowienie prawa pierwokupu na rzecz operatora, można wysnuć wniosek, że zawarcie w formie aktu notarialnego prawa pierwokupu jest pewnego rodzaju zobowiązaniem na rzecz operatora.
22. Biorąc pod uwagę powyższe wnioski, wynikające zarówno z analizy finansowej, jak i pozafinansowej oraz uwzględniając ryzyko w szerszym aspekcie, stwierdzić można z pełną odpowiedzialnością, że inwestycja w condonieruchomości stanowi atrakcyjną alternatywę inwestowania kapitału. Stopy zwrotu osiągane z tego rodzaju inwestycji są znacznie bardziej korzystne niż inwestycje na innych rynkach. Należy brać pod uwagę również bezpieczeństwo kapitału, które jest gwarantowane nieruchomością. Należy także zauważyć, że rynek turystyczny w Polsce ulega ciągłemu rozwojowi, a zapotrzebowanie na nieruchomości o wysokim standardzie z każdym rokiem się zwiększa. Inwestując na rynku nieruchomości turystycznych należy brać pod uwagę, że umiejscowienie condonieruchomości na terenie o znacznym potencjale turystycznym pozwala na wyeliminowanie ryzyka lokalizacyjnego, związanego, jak w przypadku nieruchomości mieszkaniowych, z powstaniem w bliskim sąsiedztwie niekorzystnych, obniżających wartość nieruchomości instalacji, bądź infrastruktury. Inwestycje w condonieruchomości za wyjątkiem aglomeracji, od powstania tego typu obiektów są całkowicie wolne. Nie jest możliwe, aby przy racjonalnym

podejmowaniu decyzji, jakkolwiek samorząd pozwolił w miejscowościach turystycznych na powstanie infrastruktury zakłócającej spokój przyjezdnych turystów, wobec tego należy uznać, że ryzyko obniżające wartość nieruchomości nie istnieje, w skrajnym przypadku można je uznać za minimalne.

Powyższe wnioski i spostrzeżenia wymienione w punktach 1–22 pozwalają na stwierdzenie, że hipotezy postawione na wstępie:

- **rynek condoapartamentów w Polsce stanowi dynamicznie rozwijający się obszar inwestowania,**
- **inwestycje w condoapartament są atrakcyjne z punktu widzenia stóp zwrotu przy określonym poziomie ryzyka w porównaniu z innymi obszarami inwestowania**
są w świetle celów badawczych, przy zrealizowaniu zadań badawczych, prawdziwe i udowodnione.

Niniejsza dysertacja stanowi fundament do dalszych badań rynku condonieruchomości, szczególnie w zakresie badania kondycji finansowej determinowanej rzeczywistością popandemiczną.

Ponadto, po przeanalizowaniu dotychczasowej literatury obejmującej zakres tematyczny condonieruchomości, zauważono pewne braki tematyczne. Badacze odnoszą się do systemu funkcjonowania condojednostek, zarządzania nimi, cenami. Szeroko jest opisywana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału. Nie spotkano się z tematyką opisaną w dysertacji, mianowicie ze zjawiskiem luki dochodowej, z jej wysokością oraz przyczyną powstawania. Jak wykazano w opracowaniu, luka dochodowa obniża zyskowność inwestycji i tym samym powoduje wydłużenie okresu zwrotu zainwestowanego kapitału. Analizując literaturę przedmiotu, można stwierdzić, że zjawisko luki dochodowej, często pomijanej w opracowaniach, stanowi istotny czynnik w procesie inwestycyjnym działającym niekorzystnie.

Streszczenie

Niniejsza dysertacja „Uwarunkowania i efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości w Polsce” dotyczy warunków inwestowania oraz efektywności inwestowania w obszarze nieruchomości komercyjnych – turystycznych, a konkretnie condonieruchomości. W pracy podjęto temat condonieruchomości zgłębiając zagadnienia związane z tą formą inwestycji, przy uwzględnieniu różnych zagrożeń, kosztów oraz zobowiązań wynikających z umów.

Badano tematykę condonieruchomości oraz obszar inwestowania na tym rynku, obrano za zadanie poznanie uwarunkowań inwestycyjnych i mechanizmów, aby zdefiniować czynniki determinujące optymalne zyski, różnego rodzaju ryzyko i zjawiska niepracującego kapitału i luki dochodowej. Zbadanie tego segmentu rynku nieruchomości w ocenie autora jest właściwe i konieczne ze względu na to, że przedmiot badań jest nowy na polskim rynku, ale jednocześnie na tyle zakorzeniony w działaniach inwestycyjnych, że pewne procesy zachodzące można dostrzec i zbadać z uwzględnieniem specyfiki polskiego rynku condonieruchomości, jak również procesów zachodzących w gospodarce oraz nawykach odbiorców usług oferowanych przez condohotele oraz condoapartamenty.

Przedmiotem pracy są zjawiska zachodzące podczas analizowania możliwości inwestowania w apartament w condohotelu na podstawie zgromadzonego materiału w postaci umów z operatorami, uwarunkowań geograficznych i gospodarczych oraz warunków finansowych w kontekście przychodów i ryzyka.

Ze względu na to, że mamy do czynienia ze stosunkowo nową formą inwestowania kapitału w Polsce, w empirycznej części pracy pogłębionej analizie poddano uwarunkowania inwestycyjne i zwrot z zainwestowanego kapitału na rynku condonieruchomości, oraz porównanie z innymi możliwościami inwestowania. Analizowano inwestycje w miejscowościach górskich, nadmorskich, na Mazurach oraz w wybranych miastach.

Pomimo coraz większego zainteresowania taką formą lokaty kapitału, oraz relatywnie wysoką stopą zwrotu, dostrzeżono brak kompleksowych i wyczerpujących badań poświęconych uwarunkowaniom inwestowania na rynku condonieruchomości ze szczególnym uwzględnieniem condoapartamentów i condohoteli.

W odpowiedzi na zidentyfikowaną lukę badawczą, a także brak odpowiedniej reakcji instytucji kontrolnych w tym KNF problemem badawczym rozprawy jest ustalenie czynników istotnie determinujących podejmowanie decyzji o dokonaniu inwestycji w konkretny obiekt oraz próba ustalenia realnej wielkości zwrotu z zainwestowanego kapitału i tym samym próba zdefiniowania dodatkowych kosztów wpływających na określenie realnych zwrotów.

Celem głównym rozprawy doktorskiej jest identyfikacja determinant mających fundamentalny wpływ na optymalizację zysków z inwestycji w condonieruchomości przy określonym poziomie ryzyka.

Podczas badań skoncentrowano się na czynnikach zarówno czysto finansowych, jak i wynikających z innych determinant związanych z otoczeniem prawnym, gospodarczym oraz ryzykiem.

Osiągnięcie celu badawczego wymaga realizacji zadań badawczych:

1. Przeanalizowanie umów proponowanych inwestorom przez poszczególnych operatorów/deweloperów oraz próba parametryzacji wynikających z nich warunków.

2. Skonstruowanie i wyznaczenie wskaźników określających czynniki determinujące uwarunkowania inwestycyjne.
3. Identyfikacja zagrożeń podczas realizacji zysków z inwestycji.
4. Identyfikacja uwarunkowań sprzyjających inwestowaniu.
5. Wyodrębnienie pozafinansowych determinant inwestowania w condoapartament

W ramach rozprawy zweryfikowano hipotezy:

1. Rynek condonieruchomości w Polsce stanowi dynamicznie rozwijający się obszar inwestowania.
2. Stopy zwrotu uzyskiwane z inwestycji w condonieruchomości przy określonym poziomie ryzyka stanowią realną alternatywę wobec innych obszarów inwestowania.

Opracowano ponadto metodę na podstawie drzewa decyzyjnego wspomagania decyzji wyboru condonieruchomości przez inwestora indywidualnego, niebędącego profesjonalnym uczestnikiem rynku inwestycyjnego w obszarze condonieruchomości.

Rozprawa składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów oraz zakończenia, w którym sformułowano 22 wnioski, pozwalające zweryfikować i uznać za prawdziwe postawione we wstępie hipotezy.

W rozdziale 1 przedstawiono istotę condonieruchomości, rys historyczny, podstawowe definicje i informacje. Przybliżono ewolucję condonieruchomości oraz obszar rynku tej części nieruchomości komercyjnych, a także nieruchomości turystycznych. W dalszej części tego rozdziału omówiono strukturę właścicielską, przybliżono pojęcie condoapartamentu i condohotelu. Omówiono również rolę i miejsce dewelopera jako kreatora procesu inwestycyjnego. Następnie przedstawiono rolę operatora w systemie zarządzania condonieruchomością i dokonano przeglądu inwestycji w systemie condo w Polsce.

W rozdziale 2 zaprezentowano definicje inwestycji w ekonomii, kryteria określające warunki inwestycyjne oraz przybliżono pojęcie condonieruchomości jako inwestycji. W tym rozdziale zaprezentowano również i wyjaśniono kim są inwestorzy na rynku condonieruchomości. Wyjaśniono przebieg procesu decyzyjnego dewelopera oraz zakres analiz które wykonuje aby realizowane przedsięwzięcie przyniosło sukces komercyjny. Podobnego zobrazowania dokonano w odniesieniu do operatora zarządzającego condonieruchomością. W tym rozdziale przedstawiono również zasady opodatkowania condonieruchomości.

W rozdziale 3 skupiono się na finansowych uwarunkowaniach, omówiono efektywność inwestowania w obszarze condonieruchomości. W opracowaniu ujęto ponadto modele finansowania nieruchomości zarówno kapitałem własnym jak i obcym. Przybliżono występujące w procesie inwestowania w condonieruchomości rodzaje ryzyka finansowego.

W rozdziale 4 skupiono się na pozafinansowych uwarunkowaniach inwestowania w obszarze condonieruchomości. Przedstawiono uwarunkowania geograficzne, prawne i wynikające z zawartych umów pomiędzy inwestorem w condonieruchomości a deweloperem i operatorem zarządzającym zakupioną jednostką. Skupiono się na pozafinansowych rodzajach ryzyka dotyczących inwestowania w condonieruchomości. Wskazano na związki procesów mikro i makroekonomicznych występujących w gospodarce i ich wpływami na rynek condonieruchomości.

Rozdział 5 poświęcono metodom badawczym zastosowanym w dysertacji. Zdefiniowano i opisano kryteria i mierniki opłacalności inwestycji, dokonano pogłębionej analizy umów oraz analizy stóp zwrotu. Zaprezentowano metody analizy ryzyka inwestycyjnego oraz metody analizy wynagrodzenia inwestora. Przedstawiono metody symulacyjne, analizę wskaźnikową oraz metody klasyfikacji danych. Opracowano metodę wspomagania decyzji wyboru condonieruchomości na podstawie drzewa decyzyjnego.

W rozdziale 6 przeprowadzono analizę dochodowości wybranych condonieruchomości i przeprowadzono badanie efektywności inwestycji. Przeprowadzono analizę ryzyka w badanych condonieruchomościach. Poddano analizie atrakcyjność inwestowania w condonieruchomości na tle wybranych instrumentów inwestycyjnych. Przeprowadzono analizy klasyfikacyjne oraz dokonano analizy danych przy zastosowaniu metody wspomagania wyboru badanych condonieruchomości na podstawie drzewa decyzyjnego.

W ramach dociekań naukowych, podczas zgłębiania materii rynku condonieruchomości w Polsce poddano weryfikacji hipotezy postawione we wstępie.

1. Rynek condoapartamentów w Polsce stanowi dynamicznie rozwijający się obszar inwestowania.
2. Inwestycje w condoapartamenty są atrakcyjne z punktu widzenia stóp zwrotu przy określonym poziomie ryzyka w porównaniu z innymi obszarami inwestowania.

Za pomocą zadań badawczych zrealizowano wszystkie cele główne rozprawy doktorskiej mające kluczowy wpływ na optymalizację zysków z zainwestowanego kapitału na rynku condonieruchomości w Polsce przy uwzględnieniu poziomu ryzyka finansowego, a także ryzyka pozafinansowego.

Po zrealizowaniu zadań badawczych oraz przeanalizowaniu rynku condonieruchomości w Polsce sformułowano wnioski i spostrzeżenia dotyczące uwarunkowań i efektywności inwestowania na badanym rynku.

Wnioski i spostrzeżenia wymienione w zakończeniu, a w szczególności:

1. Rynek condonieruchomości rozwija się dynamicznie w rejonach o znacznym potencjale ruchu turystycznego. Po przeanalizowaniu badanych umów zauważa się rozmieszczenie condonieruchomości w następujący sposób, na 334 lokalizacje 119 z nich znajdują się w pasie nadmorskim, 186 – w obszarze gór, 17 to Mazury oraz 9 jednostek w Warszawie.
2. Do podpisania umowy z operatorem w przypadku 89 jednostek wymagane było poniesienie przez inwestora dodatkowego kosztu w postaci zakupu miejsca parkingowego. Wydatek na zakup wyposażenia konieczny był w przypadku 317 jednostek. Na 334 badane jednostki tylko w przypadku 9 jednostek w condohotelu zakup wyposażenia nie był konieczny oraz w 8 jednostkach condoapartamentów. Można zatem przyjąć, że zakup lokalu w większości skutkuje poniesieniem dodatkowych kosztów na zakup niezbędnych składników koniecznych do podpisania umowy z operatorem.
3. Na podstawie badań przeprowadzonych na grupie 334 lokali stwierdzono zastosowanie trzech rodzajów rozliczeń operatorów z właścicielami lokali. Najbardziej popularną formą rozliczeń było zastosowanie stałej stopy zwrotu. Taka forma rozliczenia między stronami występowała w 279 lokalach. Mniej popularną, choć coraz częściej stosowaną była proporcjonalna do zysku stopa zwrotu, którą zastosowano w 46 jednostkach. Inną formą rozliczeń było zastosowanie złożonej stopy zwrotu (kombinowanej), która dotyczyła jedynie 9 jednostek w condohotelu.
4. Badając umowy, wywnioskowano rozbieżności w umownym zwrocie z zainwestowanego kapitału w odniesieniu do rzeczywistych przychodów generowanych przez nieruchomość. Na 334 lokale niższe niż umowne zwroty z zainwestowanego kapitału wykazano w 317 przypadkach, przychód zgodny z umową zaobserwowano w 8 condoapartamentach, natomiast wyższy niż deklarowany w umowie – w 9 przypadkach i dotyczyło to condohotelu, gdzie zastosowano kombinowany sposób rozliczeń. Operatorzy stosowali zróżnicowane umowne stawki rozliczeniowe rocznych stóp zwrotu z właścicielami condonieruchomości, średnia roczna stopa zwrotu kształtowała się w badanej grupie na poziomie 6,774%, luka dochodowa w umownych i rzeczywistych przychodach dotyczyła 317 lokali. Indeksacja czynszów obwarowana umownie dotyczyła 80 lokali, natomiast zapis dotyczący zmiany wysokości stawek w przypadku deflacji zawierały 23 umowy.
5. Analizując dochodowość, wysunięto wniosek, że przychód generowany przez condojednostkę (UPR-1), stanowiący wartość przyjętą w procentach, znacznie różni się od wartości rzeczywistych. Dokonując obliczeń, odkryto, że „gwarantowany np. 7% zwrot” zgodnie z zapisami umowy jest niższy średnio o jeden p.p. od wartości, które nieruchomość powinna generować. Poszukując przyczyn takiego stanu rzeczy, z uwagi na znaczne kwoty różnicy w przychodach stwierdzono, że wynika to z metody przyjmowania wartości, od której wypłacano czynsz. Niższy od umownego zwrot z inwestycji powodowała konieczność zakupu lokalu wraz z wyposażeniem, natomiast czynsz wypłacano od kwoty netto lokalu bez wyposażenia. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym rzeczywisty roczny dochód była konieczność opłacania dodatkowych składników, takich jak utrzymanie części wspólnych, składki na utrzymanie zarządu czy inne, które omówiono w rozdziale 6.

6. Analizując ryzyko, nasuwają się dwa wnioski dotyczące finansowej strony przedsięwzięcia (inwestycji). Rzecz fundamentalna z punktu widzenia inwestora, czy inwestycja przyniesie zakładany zwrot roczny? Odpowiedź brzmi tak, biorąc pod uwagę sposób wyliczania zysku, o czym mowa była wcześniej. Z punktu widzenia osiągnięcia zakładanych przychodów należy uznać, że ryzyko nie istnieje, jest zdefiniowane w umowie z operatorem. Rozliczenie zwrotu rocznego spoczywa na operatorze i jest jego obowiązkiem rozliczyć się z inwestorem i nie mają znaczenia niekorzystne czynniki gospodarcze, które mogą przeszkodzić w uzyskaniu umownej stopy zwrotu na danym poziomie. Wyjątkiem jest taka forma rozliczenia, w której mamy do czynienia z rozliczeniem od wypracowanego zysku i jak w przypadku condohotelu Mercure w Warszawie złożonej stopy zwrotu. Istnieje jednak ryzyko związane z wiarygodnością operatora, należy pamiętać, że operatorzy funkcjonują jako spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i jak sama nazwa wskazuje odpowiedzialność jest ograniczona majątkiem i zobowiązaniami operatora. Z badań wynika, że tylko jednostkowi operatorzy, dokładnie 6 na 65 nie miało kłopotów z dotrzymaniem zobowiązań w okresie kryzysu gospodarczego na rynku turystycznym wywołanym pandemią Covid-19. Reszta zmuszona była do renegotjowania umów i opóźnień w wypłacaniu czynszu operatorom. Pozwalają na stwierdzenie, że hipotezy postawione na wstępie:

- rynek condoapartamentów w Polsce stanowi dynamicznie rozwijający się obszar inwestowania,
- inwestycje w condoapartament są atrakcyjne z punktu widzenia stóp zwrotu przy określonym poziomie ryzyka w porównaniu z innymi obszarami inwestowania są w świetle celów badawczych, przy zrealizowaniu zadań badawczych, prawdziwe i udowodnione.

Niniejsza dysertacja stanowi fundament do dalszych badań rynku condonieruchomości, szczególnie w zakresie badania kondycji finansowej, wysokości niepracującego kapitału i luki dochodowej.

The determinants and effectiveness of investing in the condominium market in Poland

This dissertation “The determinants and effectiveness of investing in the condominium market in Poland” concerns the conditions of investing and the effectiveness of investing in the area of commercial tourism real estate, specifically condominium properties. The paper undertakes the topic of condo real estate by exploring the issues associated with this form of investment, taking into account the various risks, costs, and contractual obligations.

It researched the subject of condo real estate and the area of investing in this market, taking up the task of learning about the investment determinants and mechanisms to define the factors determining optimal returns, various types of risk, and the phenomena of idle capital and the income gap.

In the author’s opinion, investigating this segment of the real estate market is appropriate and necessary as the subject of the research is new on the Polish market. At the same time, it is sufficiently rooted in investment actions and certain processes can be observed and studied taking into consideration the specificity of the Polish condominium market, as well as the processes taking place in the economy and habits of users of services offered by condohotels and condo apartments.

The paper looks at the phenomena occurring during the analysis of investment opportunities in a condo-hotel apartment based on the collected material in the form of contracts with operators, geographical and economic determinants, and financial conditions in the context of revenues and risks.

Since we are dealing with a relatively new form of capital investment in Poland, the empirical part of the study analyzes in depth the determinants of investment and the return on invested capital in the condominium market and compares it with other investment opportunities. Investments in mountain towns, coastal areas, in Mazury lake district, and other selected cities were analyzed.

Despite the growing interest in this form of capital investment and a relatively high return rate, it was noticed that there is a lack of comprehensive and exhaustive research dedicated to the determinants of investing in the condo real estate market, with particular emphasis on condo apartments and condohotels.

In response to the identified research gap, and the lack of adequate response of control institutions, including the PFSA, the research problem of this dissertation is to determine the factors that significantly determine the decision to invest in a particular facility and attempt to determine the real return on invested capital, and thus attempt to define the additional costs that affect the determination of real returns.

The main objective of the dissertation is to identify determinants that have a fundamental impact on the optimization of returns on condominium investments at a given level of risk.

During the study, the focus was on both purely financial factors and those resulting from other determinants related to the legal, economic, and risk environment.

Achieving the research objective requires the completion of research tasks:

1. Analyzing the agreements proposed to investors by individual operators/developers and an attempt to parameterize the resulting terms.
2. Constructing and determining indicators that identify the investment determinants.
3. Identifying risks when realizing investment returns.
4. Identifying conditions conducive to investing.
5. Identifying non-financial determinants of investing in a condo apartment

The dissertation verified the hypotheses:

1. The condo real estate market in Poland is a dynamically developing investment area.
2. Rates of return obtained from investment in condominium real estate at a specified level of risk are a viable alternative to other areas of investment.

In addition, a method was developed based on a decision tree for supporting decisions of choosing a condominium property by an individual investor who is not a professional participant in the investment market in the area of condominium real estate.

The dissertation consists of an introduction, six chapters, and a summary in which 22 conclusions are formulated, allowing to verify and consider as true the hypotheses outlined in the introduction.

Chapter 1 presents the essence of condo real estate, a historical background, the basic definitions, and information. It zooms in on the evolution of condo real estate and the market area for this part of commercial real estate, as well as tourist real estate. The remainder of this section discusses the ownership structure, introduces the concept of the condo apartment and condohotel. The role and place of the developer as a creator of the investment process are also discussed. Next, it presents the role of an operator in a condo management system and reviews condo investments in Poland.

Chapter 2 presents the definitions of investment in economics, the criteria that determine investment conditions, and introduces the concept of condo real estate as an investment. This chapter also presents and explains who are the investors in the condo real estate market. It explains the developer's decision-making process and the scope of analyses they perform for their project to be commercially successful. A similar illustration is made for a condo property management operator. This chapter also outlines the principles of condo taxation.

Chapter 3 focuses on the financial considerations and discusses the effectiveness of investing in condo real estate. Furthermore, the paper includes models for financing real estate with both equity and debt. It also examines the types of financial risks occurring in the process of investing in condominium properties.

Chapter 4 focuses on the non-financial determinants of investing in condo real estate. It presents the geographic, legal, and contractual considerations between the condo investor and the developer and operator managing the purchased unit. The focus is on the non-financial types of risks affecting investments in condo real estate. The relationships between micro and macroeconomic processes occurring in the economy and their impact on the condo real estate market are indicated.

Chapter 5 is devoted to the research methods used in the dissertation. Investment profitability criteria and metrics are defined and described, and an in-depth analysis of contracts and rate of return are performed. It presents the methods of analyzing both investment risk and investor compensation. It introduces simulation methods, ratio analysis, and data classification methods. A decision-support method was developed for choosing condo real estate based on a decision tree.

Chapter 6 analyzes the profitability of selected condo units and conducts an investment efficiency study. It carries out a risk analysis of the condo units studied. The attractiveness of investing in condo real estate was analyzed against the background of selected investment instruments. Classification analyses were performed and data were analyzed using a decision tree method to assist in the selection of the condo units under study.

In the course of scientific research, while exploring the matter of the condominium market in Poland, the hypotheses posed in the introduction were verified.

1. The condo apartment market in Poland is a dynamically developing investment area.
2. Investments in condo apartments are attractive from the point of view of rates of return for a certain risk level compared to other areas of investment.

Through the research tasks, all the main objectives of the doctoral dissertation were met having a key impact on the optimization of returns on invested capital in the condominium market in Poland, taking into account the level of financial risk and non-financial risk.

After completing the research tasks and analyzing the condo real estate market in Poland, conclusions and observations were formulated concerning the determinants and effectiveness of investing in the analyzed market.

The conclusions and observations are listed in the summary, in particular:

1. The condo real estate market is developing dynamically in regions with significant tourist potential. After analyzing the surveyed contracts, it can be seen that the distribution of condominiums is as follows: out of 334 locations, 119 of them are located in the coastal belt, 186 in the mountain area, 17 are in Mazury, and 9 units in Warsaw.
2. To sign a contract with an operator for 89 units, the developer was required to incur an additional cost in the form of purchasing parking space. Expenditures for purchasing equipment was necessary for 317 units. Of the 334 units surveyed, only 9 condo-hotel units did not need to purchase equipment, and 8 condo apartment units did. Therefore, it can be assumed that the purchase of the premises mostly results in incurring additional costs for the purchase of the necessary components required to sign a contract with the operator.
3. Based on the research conducted on a group of 334 premises, it was found that three types of settlements between operators and premises owners are used. The most popular form of settlement was using a fixed rate of return. This form of settlement between the parties occurred in 279 premises. Less popular, though increasingly used, was the pro-rata rate of return, which was used in 46 units. Another form of settlement was the use of a composite rate of return (combined) that applied to only 9 units in the condo-hotel.
4. By examining the contracts, discrepancies were deduced in the contractual return on invested capital in relation to the actual revenue generated by the property. Out of 334 units, lower than contractual returns on invested capital were reported in 317 cases, revenue in line with the contract was observed in 8 condo apartments, while in 9 cases they were higher than that declared in the contract, and it concerned a condohotel, where the combined settlement method was applied. Operators used varying contractual settlement rates of annual rates of return with condo property owners, the average annual rate of return was 6.774% for the study group, the income gap in contractual and actual income concerned 317 units. The indexation of rents was contractually binding for 80 units, while the provision concerning the change of rates in the case of deflation was included in 23 contracts.
5. By analyzing the profitability, it was concluded that the revenue generated by the condo unit (UPR-1), which is the value taken as a percentage, is significantly different from the actual values. Doing the calculations, it was discovered that the "guaranteed e.g. 7% return" according to the contract provisions is lower on average by one p.p. than the values that the property should generate. In looking for reasons for this, given the significant amounts of difference in income, it was determined that this was due to the method of assuming the value from which the rent was paid. As the return on investment was lower than contractual, the premises had to be purchased together with the equipment, while the rent was paid on the net amount of the premises without equipment. An additional factor that reduced the actual annual income was the need to pay for additional components such as maintenance of common areas, board maintenance fees, and others, which are discussed in Chapter 6.
6. Analyzing the risk, two conclusions can be drawn about the financial side of the project (investment). Fundamental from the investor's point of view: will the investment deliver the assumed annual return? The answer is yes, given the way profit is calculated, as discussed earlier. From the point of view of achieving the assumed revenues, it should be recognized that risk does not exist; it is defined in the contract with the operator. It is the operator's responsibility and duty to account for the annual return to the investor, and adverse economic factors that may prevent the contractual rate of return from being achieved at a given level are irrelevant. The exception is the form of settlement where the profit is calculated based on the generated profit and, as in the case of the Mercure

condohotel in Warsaw, based on a composite rate of return. However, there are risks associated with the credibility of the operator. We should remember that operators operate as limited liability companies and, as the name suggests, liability is limited by the assets and liabilities of the operator. The study found that only unit operators, 6 out of 65 to be exact, had no trouble keeping their commitments during the economic crisis in the tourism market caused by the Covid-19 pandemic. The rest were forced to renegotiate their contracts and delays in paying rent to the operators allow us to conclude that the hypotheses posed in the introduction are, in light of the research objectives, true and proven. They are:

- the condo apartment market in Poland is a dynamically developing area of investment,
- investments in condo apartments are attractive from the perspective of rates of return at a certain level of risk compared to other areas of investment.

This dissertation lays the foundation for further research into the condo real estate market, particularly with respect to the study of financial condition, the amount of non-working capital, and the income gap.

Bibliografia

- Aczel A.D., Sounderpandian J., *Statystyka w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 2018.
- Armstrong jr. G.M., *Louisiana Condominium Law and the Civilian Tradition*, „Louisiana Law Review” 1995, nr 1 (46).
- Badura E., *Investing On The Polish Market Of Condo-Hotels And Apart-Hotels – Selected Legal Issues*, Katolicki Uniwersytet Lubelski, Lublin 2021.
- Barras R., *Property and Economic Cycle: Building Cycle Revisted*, „Journal of Property Research” 1994, t.11.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 2003.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2007.
- Bernat T., *Mechanizm rynkowy*, WNEiZ Instytut Ekonomii, Szczecin 2007.
- Bernstein P., Damodaran A., *Zarządzanie inwestycjami*, Liber, Warszawa 1999.
- Bielecka A., *Statystyka w Biznesie i ekonomii*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2005.
- Borkowski K., *Obligacje korporacyjne notowane na Catalyst jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez polskie firmy*, Przedsiębiorstwo & Finanse, Białystok 2015.
- Borowiec J., *Globalizacja cykli koniunkturalnych na przykładzie Unii Europejskiej, strefy Euro, Stanów Zjednoczonych i Japonii*, *Studia Ekonomiczne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2015, nr 226.
- Bryks M., *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, Drukarnia San Set, Warszawa 2001.
- Bryx M., Matkowski R., *Inwestycje w nieruchomości*, Poltext, Warszawa 2001.
- Bryx M., *Finansowanie i gospodarka nieruchomościami w procesach rewitalizacji*, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.
- Brzeski W.J., *Rynki Nieruchomości w Unii Europejskiej*, „Świat Nieruchomości” 2002, nr 36.
- Bucholc-Srogosz K., *Condohotele na Polskim Rynku Nieruchomości*, „Zeszyty Naukowe Instytutu Administracji AJD w Częstochowie” 2016, nr 2 (14).
- Bucoń R., *Wspomaganie decyzji deweloperskich w przygotowaniu inwestycji mieszkaniowych*, „Budownictwo i Architektura” 2014, nr 4 (13).
- Budzik-Nowodzińska I., *Wartość nieruchomości jako podstawa zabezpieczenia kredytu bankowego. Studium przypadku dla inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej” 2016, nr 24 (1).
- Callender M., Key T., *Value of the UK Commercial Property Stock*, The Sixth IPD Investment Strategies Conference, London 1997.
- Chinloy P., *Real Estate Cycles Theory and Empirical Evidence*, „Journal of Housing Research” 1996, nr 7 wyd. 2.
- Chong Y.Y., Brown E.M., *Zarządzanie ryzykiem projektu*, Dom Wydawniczy ABC – Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
- Chrabąsz K., *Condoinwestycje jako alternatywna forma alokacji kapitału*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2014, nr 1 (24).
- Copeland T., Antikarov V., *Real options: a practitioners guide*, Texere, New York 2001.
- Czechowska K., *Wybrane uwarunkowania podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości – podejście behawioralne*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2014, nr 36 (1).

- Czehowska I.D., *Finansowanie nieruchomości za pomocą kredytu bankowego wobec braku stabilności finansowej a problem bezpieczeństwa konsumenta*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Czekaj J., Wos M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji z perspektywy dziesięciolecia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Doganowski R., *Obrót nieruchomościami w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Doszyń M., Hozer J., *Szczeciński Algorytm Masowej Wyceny Nieruchomości – Podejście Ekonometryczne*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2017, nr 50/1.
- Douglas G., *101 Streetsmart Condo Buying Tips for Canadians*, WILEY Ontario 2006.
- Downs J.C., *Principles of Real Estate Management*, Institute of Real Estate Management of the National Association of Realtors, Chicago 1991.
- Dziedzic E., Skalska T., *Ekonomiczne uwarunkowania rozwoju usług turystycznych w Polsce*, Stowarzyszenie na Rzecz Badania, Rozwoju i Promocji Turystyki, Warszawa 2012.
- Eiglsperger M., *Residential Property Price Statistics for the EuroArea and Selected EU Countries*, OECD-IMF Workshop on Real Estate Price Indexes, Paris 2006.
- Elton E.J., Gruber M.J., Brown S.J., Goetzmann W.N., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2003.
- Forrest R., Lee J., *Housing and Social Change: East-West Perspectives*, Taylor & Francis e-Library, London 2003.
- Francis J.C., *Inwestycje analiza i zarządzanie*, Wig-Press, Warszawa 2000.
- Fraser W.D., *Principles of Property Investment and Pricing*, Palgrave, Londyn 1993.
- Gawron H., *Ocena efektywności inwestycji*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1997.
- Gawron H., *Oplacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.
- Gdakowicz A., Hozer J., *Analiza rozwoju rynków nieruchomości mieszkaniowych w wybranych miastach Polski z zastosowaniem metod taksonomicznych*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Olsztyn 2012.
- Gierałtowska U., Putek-Szeląg E., *Inwestowanie pośrednie na rynku nieruchomości*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75.
- Główka G., *Instrumenty finansowe a rynek mieszkaniowy*, Szkoła Główna Handlowa SGH, Warszawa 2009.
- Gołąbeska E., *Efektywność inwestowania na rynku nieruchomości przy uwzględnieniu ryzyka*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Zeszyt Naukowy” 2011, nr 110.
- Gołąbeska E., *Sieć ryzyka inwestycyjnego na rynku nieruchomości*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Białostockiej, Białystok 2018.
- Gostkowska-Drzewicka M., *Istota działalności deweloperskiej w literaturze przedmiotu*, Instytut Rozwoju Miast, Warszawa 2007.
- Gostkowska-Drzewicka M., *Obligacje w strukturze kapitału przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 65.
- Green R.K., *Follow the Leader, How Changes in Residential and Non-Residential Investment Predict Changes in GDP*, Real Estate Economics, Tallahassee, FL USA 1997.
- Gurbin G., *Rynek nieruchomości w otoczeniu niskich stóp procentowych Polsce w latach 2004–2014*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2016, nr 45/1.
- Gwizdała J., *Leasing jako alternatywne źródło finansowania inwestycji w nieruchomości*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, nr 1, cz. 1.
- Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-Press Warszawa 1996.
- Henzel H., *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2004.
- Henzel H., Śmietana K., Maszczyk A., *Atrakcyjność inwestycyjna instrumentów finansowych rynku nieruchomości w warunkach kryzysu*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2013.
- Hildebrand S., Tal B., *A Window Into the World of Condo Investors*, Urbanation, Toronto 2018.

- Hoesly B., Mac Gregor, *Property Investment, Principles and Practice of Portfolio Management*, Routledge, Harlow 2000.
- Holiwell J., *Ryzyko finansowe, Metody zarządzania ryzykiem finansowym*, Wydawnictwo K. E Liber Krzysztof Kołakowski, Warszawa 2001.
- Ignatczyk W., Chromińska M., *Statystyka teoria i zastosowanie*, Wydawnictwo WSB w Poznaniu, Poznań 1998.
- Issac D., *Property finance*, Macmillan Education UK, London 1994.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje: instrumenty, ryzyko, inżynieria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Jajuga K., *Pomiar, przypisanie i prezentacja wyników zarządzania aktywami-wprowadzenie teoretyczne*, „Rynek Terminowy” 2005, nr 3.
- Janasz K., *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2009, nr 14.
- Janowicz A., *Emisja obligacji korporacyjnych – korzyści dla emitentów i inwestorów*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” 2018, nr 1 (60).
- Jaworski W.L., Zawadzka Z., *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext Warszawa 2002.
- Jensen M.C., *The Performance of Mutual Funds in the period*, „The Journal of Finance” 1968, nr 23/2.
- Jurek-Maciak M., *Bezpośrednie i pośrednie sposoby inwestowania na rynku nieruchomości*, Uniwersytet Łódzki Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Łódź 2007.
- Kabza M., *Ryzyko systemowe – cecha współczesnych rynków finansowych*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 2012.
- Kacała H., *Specyfika rynku nieruchomości*, Rozprawy Naukowe i Zawodowe Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej w Elblągu, z. 16, Elbląg 2013.
- Kaczmarek T.T., *Zarządzanie ryzykiem Handlowym i finansowym dla praktyków*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 1999.
- Kesik T., *The Glass Condo Conundrum*, University of Toronto, Toronto 2011.
- Kirejczyk K., Łaszek J., *Vademecum developera*, Krakowski Instytut Nieruchomości, Kraków 1997.
- Kirejczyk K., Łaszek J., *Vademecum Developera*, Krakowski Instytut Nieruchomości, Kraków 1997.
- Klusek T., *Inwestorzy zagraniczni na polskim rynku nieruchomości*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie” 2016, nr 16/31
- Kokot S., *System opodatkowania nieruchomości w Polsce jako element gospodarki nieruchomościami gminy: specyfikacja istotnych problemów*, „Acta Scientiarum Polonorum. Administratio Locorum” 2009, nr 1 (8).
- Kokot S., *Uwagi o metodach wyznaczania indeksów cen nieruchomości*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2015, nr 42, t. 1.
- Kołakowski L., Maciejowski S., Furmańska-Oćwieja M., *Rynek nieruchomości w Polsce*, Fundacja na rzecz kredytu hipotecznego, Warszawa 1999.
- Kopcińska D., *Mikroekonomia*, Volumina, Szczecin 2011.
- Kopyściańska K., Skwierczyńska E., *Zmiany w podatku od towarów i usług w latach 2017–2018*, Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2019.
- Kostanciak W., *Kreacja pieniądza a wrażliwość inflacyjna systemu monetarnego w gospodarce polskiej w latach 2000–2010*, „Studia i Praca WNEiZ US” 2012, nr 27.
- Kotarbiński T., *Hasło dobrej roboty*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1975.
- Kowalczyk – Anioł J., Zwolińska M., *Condo Hotels in Poland – an Outline of the Phenomenon and Research Directions*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2019.
- Kowalski J.M., *Podstawy statystyki opisowej dla ekonomistów*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań–Chorzów 2006.
- Kozińska M., *Condohotele jako przykład produktu dla klientów private banking w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2019, nr 387.

- Kucharska-Stasiak E., *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Łódź 2006.
- Kucharska-Stachowiak E., *Nieruchomości a rynek*, Wydawnictwo Szkolne PWN, Warszawa 1999.
- Kucharska-Stasiak E., *Rynek Nieruchomości – wybrane problemy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999.
- Kucharska-Stasiak E., *Zachodnie rynki nieruchomości*, Twigger, Warszawa 2004.
- Kucharska-Stasiak E., Ledzion-Trojanowska, Z., Marchlewski K., Nykiel L., Wójtowicz-Korycka J., Załączna M., *Podstawy funkcjonowania rynku nieruchomości. Ujęcie teoretyczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Kutner M.H., *Applied Linear Regression Models*, McGraw-Hill/Irwin, New York 2004.
- Lange O., *Teoria programowania*, PWE, Warszawa 1977.
- Leamer E., *Hausing is the Busines Cycle*, NBER Working Paper, Cambridge 2007.
- Lechowicz T., *Finansowanie nieruchomości mieszkaniowych w Polsce i Wielkiej Brytanii, Problemy rozwoju miast*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2010.
- Lemkowski M., *Odsetki cywilnoprawne*, Wolters Kluwer, Warszawa 2007.
- Leśniewski D.D., *Deweloper i nabywca lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego jako strony umowy deweloperskiej*, Wyższa Szkoła Biznesu i Przedsiębiorczości w Ostrowcu Świętokrzyskim, Ostrowiec Świętokrzyski 2018.
- Ling D.C., Smith H.C., *Linkages Among Capitalization Rates, Discount Rates and Real Estate Cycles*, Real Estate Issues, Chicago 1992.
- Lippert R.K., *Conquest Urban Governance, Law, and Condoization in New York City and Toronto*, UBC Press, Vancouver-Toronto 2019.
- Lu. M.C.K., *The Causes and Consequences of Condo Hotel Conversion in Waikiki*, Hawaii 2005.
- Maksimowicz-Ajchel A., *Wstęp do statystyki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2007.
- Markowitz H.M., *Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets*, Blackwell, New York 1987.
- Markowitz H.M., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 1959.
- Martyniak M., *Alternatywna forma inwestowania na rynku nieruchomości – condohotel*, Wydawnictwo: Mateusz Weiland, Słupsk 2015.
- Mayo H.B., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2019.
- Montgomery D.C., Peck E.A., *Introduction to Linear Regression Analysis*, John Wiley & Sons, New York 1959.
- Mueller G.R., *Understanding Real Estates Physical and Financial Market Cycles*, Institute of Real Estate Management of the National Association of Realtors, Chicago 1991.
- Musgrave G., *Jalisco Condo Manual*, Wydawnictwo JaliscoCondosOrg, Vancouver 2011.
- Myers D., *Economics and Property*, The Estates Gazette Guide, London 1944.
- Newman M., *Hotel-Condos: A Broken Promise?*, Investor National Real Estete, Los Angeles 2008.
- Osińska M., *Ekonometria finansowa*, PWE, Warszawa 2006.
- Ostrowska R., *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Gdańsk 2003.
- Pastuszka A., *Kreacja ryzyka kredytu hipotecznego w zarządzaniu*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej” 2015, nr 18.
- Pawlak M., *Metody analizy ryzyka w ocenie efektywności projektów inwestycyjnych*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2012, nr 30.
- Płocica A., *Podstawy systemu i polityki inwestycyjnej*, PWE, Warszawa 1990.
- Podgórski J., *Statystyka dla studiów licencjackich*, PWE, Warszawa 2010.
- Pristin T., *Miami's Condo Market Rebounds, Stoking a Building Boom*, The New York Times 2013.
- Pritchett C., *The Effect of Regional Growth Characteristics on Regional Hausing Prices*, „Areuea Journal” 1997, nr 2.

- Prystupa M., Rygiel K., *Nieruchomości. Definicje, funkcje i zasady wyceny*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2003.
- Pugh C., *The 1985–1995 Property Cycle, the Finances in Olympia and York and Property Investment Criteria*, „Journal of Property Finance” 1992, nr 2 (3).
- Radlińska K.M., Sz wajca J., *Analiza zarządzania nieruchomościami apartamentowymi – studium przypadku*, „Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych Politechniki Koszalińskiej” 2017, nr 21.
- Rao C.R., *Linear Statistical Inference and Its Applications*, John Wiley & Sons, New York 1973.
- Reily F.K., Brown K.C., *Analiza inwestycji i zarządzania portfelem*, PWE, Warszawa 2001.
- Rosen G., Walks A., *Castles in Toronto’s Sky: Condo-Is m as Urban Transformation*, Journal of Urban Affairs, East Lansing 2016, nr 37/3.
- Rytel O., *Zarządzanie ryzykiem działalności gospodarczej*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach” 2010, nr 85.
- Sędkowski T., *Ocena wyników polskich funduszy inwestycyjnych przy wykorzystaniu miar efektywności zarządzania portfelami papierów wartościowych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Zeszyt Naukowy” 2004, nr z 41.
- Sharpe W.F., *Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, „Journal of Finance” 1964, nr 19/3.
- Sharpe W.F., *Mutual funds performance*, „The Journal of Business” 1966, nr 39/1.
- Sinkey J.F., *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, Maxwell Macmillan International, New York 1992.
- Smaga E., *Ryzyko i zwrot w inwestycjach*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1995.
- Snedecor G.W., Cochran W.G., *Statistical Methods*, Iowa State University Press, Ames 1980.
- Stoch-Chyc H., *Condo hotels as a way to invest in new market challenges*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2019.
- Szaucka M., Szóstek A., *Ocena uwarunkowań nabywania nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Olsztyn 2012.
- Szelągowska A., Trzebiński A.A., Orzechowski W., *Finansowanie nieruchomości w teorii i praktyce*, CeDeWu Warszawa 2018.
- Szyska A., *Czy rynek można przechytrzyć*, Nasz Rynek Kapitałowy, Kraków 1999.
- Tarczyński W., Łuniewska M.A., *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Placet, Warszawa 2004.
- Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001.
- Tharp Van K., Barton Jr. D.R., Sjugg erud S., *Bezpieczne strategie inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Thedy M., Pleskowicz A., Sawicki M., Koper M., Dąbek K., Banasikowska A., *Opodatkowanie rynku nieruchomości*, CH Beck, Warszawa 2007.
- Tkacz A., *Inwestycje alternatywne jako sposób alokacji kapitału*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2018.
- Treynor J., *How to rate management of investment funds*, „Harvard Business Review” 1965, vol. 43.
- Trojak M., *Ekonomiczne uwarunkowania na rynku nieruchomości*, Bogucki Wydawnictwo Naukowe, Poznań 2013.
- Trzaskalik T., *Wielokryterialne wspomaganie decyzji*, PWE, Warszawa 2014.
- Uryniak M., *Wybrane aspekty oceny ekonomicznej efektywności inwestycji w nieruchomościach z wykorzystaniem rzeczowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013.
- Veblen, T., *Teoria klasy rekreacyjnej: Studium ekonomiczne instytucji*, Pingwin XX wieku klasyki, Nowy Jork 1994.
- Venkatesh N., *Hotel Rooms as an Investment: An Analysis on Investment Opportunities in Major Markets across the Globe*, „International Journal of Scientific & Engineering Research” 2014, nr 5/1.
- Villani C., *Birth of a Theorem*, Farrar, Straus and Giroux, New York 2015.

- Voith R., Crone T., *National Vacancy Rates and the Persistence of Shocks in US Office Markets*, „Areuea Journal” 1988, nr 16/4.
- Ważna E., *Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007–2014*, Państwowa Wyższa Szkoła Techniczno-Ekonomiczna im. ks. Bronisława Markiewicza w Jarosławiu, „Zeszyty Naukowe” 2018.
- Whitehead Ch., *Restructuring Social Housing Systems*, LSE, London 2003.
- Wilet A.H., *The Economic Theory of Risk Insurance*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 1951.
- Wiśniewska M.A., *Inwestycje, Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Woronoff J., *The Japanese Economic Crisis*, St. Martin's Press, New York 1993.
- Wroblewski C., *Colorado's Condo Market: The Fight Over Mandatory Arbitration*, Denver Law Review Forum, Denver 2017, nr 94, art. 30.
- Żyżyński J., *Podstawy metod statystycznych dla zarządzania*, wyd. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Warszawskiego, Wydział Zarządzania, Warszawa 2004.

Raporty

- Global Service Apartament Industry Report 2016–2017, The Apartament Service.
- Raport „Aparthotele i apartamenty na wynajem krótkoterminowy w największych polskich miastach” jesień 2016, inwestycje w kurortach.
- RAPORT CONDO/APARTHOTELE Perspektywy rozwoju sektora i obszary ryzyka maj 2018.
- Raport „Rynek hotelarski w Polsce 2017”, „Świat Hoteli” 2017, lipiec/sierpień.
- Raport dla UOKiK, Inwestycje Polaków, Grudzień 2018 – wykonane przez Kantar Public.

Akty Prawne

- Dz.U. 1994, nr 85, poz. 388, Ustawa z 24.06.1994 r. o własności lokali.
- Dz.U. 1997, nr 133, poz. 884, Ustawa z 29.08.1997 r. o usługach hotelarskich oraz usługach pilotów wycieczek i przewodników turystycznych.
- Rozporządzenie Ministra Gospodarki i Pracy z 19.08.2004 r. w sprawie obiektów hotelarskich i innych obiektów, w których są świadczone usługi hotelarskie Dz.U. 2006, nr 22, poz. 169, zmieniony Dz.U. 2011, nr 259, poz. 1553.
- Ustawa z 16.09.2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego (Dz.U. 2011, nr 232, poz. 1377).
- Ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. 2019, poz. 1145 i 1495).
- Ustawa z 6.03.2018 r. o Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej i Punkcie Informacji dla Przedsiębiorcy.
- Ustawa z 20.08.1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym.
- Ustawa z 6.07.1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (t.j. Dz.U. 2013, poz. 707).
- Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z 27.11.2013 r. w sprawie Centralnej Informacji Ksiąg Wieczystych (Dz.U. 2013, poz. 1407).
- Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z 29.11.2013 r. w sprawie wysokości opłat od wniosków o wydanie przez Centralną Informację Ksiąg Wieczystych odpisów ksiąg wieczystych, wyciągów z ksiąg wieczystych i zaświadczeń o zamknięciu ksiąg wieczystych oraz od wniosku o wyszukanie ksiąg wieczystych w centralnej bazie danych ksiąg wieczystych (Dz.U. 2013, poz. 1412).

- Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z 25.09.2014 r. w sprawie określenia sądów rejonowych prowadzących księgi wieczyste oraz obszarów ich właściwości miejscowej (Dz.U. 2014, poz. 1398).
- Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych.
- Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych, Dz.U. 1991, nr 9, poz. 31.
- Ustawa z 15.11.1984 r. o podatku rolnym, Dz.U. 1984, nr 52, poz. 268.
- Ustawa z 30.10.2002 r. o podatku leśnym, Dz.U. 2002, nr 200, poz. 1682.
- Ustawa z 9.09.2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych, Dz.U. 2000, nr 86, poz. 959.
- Ustawa z 28.07.1983 r. o podatku od spadku i darowizn, Dz.U. 1983, nr 45, poz. 207.
- Ustawa z 26.07.1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz.U. 1991, nr 80, poz. 350.
- Ustawa z 15.02.1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych Dz.U. 1992, nr 21, poz. 86.
- Ustawa z 11.03.2004 r. o podatku od towarów i usług, Dz.U. 2004, nr 54, poz. 535.
- Ustawa z 6.03.2018 r. Prawo przedsiębiorców.
- Ustawa z 26.07.1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych.
- Ustawa z 15.02.1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych.
- Ustawa z 20.11.1998 r. o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne.
- Dz.U. 2003, nr 80, poz. 717 Ustawa z 27.03.2003 r. o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym.
- Dz.U. 1994, nr 89, poz. 414, art. 4 Ustawa z 7.07.1994 r. Prawo budowlane.
- Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538, art. 300 Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.
- Dz.U. 2015, poz. 238, art. 4 Ustawa z 15.01.2015 o obligacjach.
- Ustawa o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego Dz.U. 2011, nr 232, poz. 1377
- Ustawa z 16.09.2011.
- Dz.U. 1991, nr 9, poz. 31 Ustawa z 12.01.1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych.
- Uchwała nr XII/87/2019 Rady Miejskiej w Szczyrku z 30.10.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.
- Uchwała nr XVIII/171/19 Rady Miejskiej w Szklarskiej Porębie z 30.10.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.
- Uchwała nr XXI/537/2019 Rady Miasta Stołecznego Warszawy z 7.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.
- Uchwała nr XI/114/19 Rady Miejskiej We Fromborku z 28.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.
- Uchwała nr XV/195/19 Rady Miasta Kołobrzeg z 5.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.
- Uchwała nr XV/142/2019 Rady Miejskiej Mielna z 29.11.2019 r. w sprawie określenia wysokości stawek w podatku od nieruchomości na 2020 r.
- Dz.U. 1994, nr 85, poz. 388 Ustawa z 24.06.1994 r. o własności lokali.

Netografia

- Baza noclegowa stan na dzień 31.07.2019 r. <https://stat.gov.pl>.
- Baza noclegowa według stanu w dniu 31.07.2019, www.stat.gov.pl.
- Baza wiedzy, www.propertyhomes.pl.
- Facebook, Centrum reklam, www.facebook.com.
- Fundusze inwestycyjne, www.pkotfi.pl.

<http://tlustekoty.pl/>.
<http://www.condohotels.pl/wstep/>.
<https://data.oecd.org>.
<https://duovita.pl/>.
<https://polanskiaudyt.pl>.
<https://propertyhomes.pl>.
https://sites.google.com/site/modelsharpea/home/wykorzystanie-modelu-jednowskaznikowego-sharpe-a-do-budowy-portfeli-optimalnych/zalozenia-teoretyczne-modelu-sharpe-a#_ftn2.
https://wneiz.pl/nauka_wneiz/sip/.
<https://www.rp.pl>.
<https://www.seidorf.pl>.
Instagram, Promocje, www.Instagram.com.
Inwestycje w pokój hotelowy – bzdura czy biznes?, www.condo.pl.
Kodeks Napoleona, <https://www.bibliotekacyfrowa.pl/dlibra>.
Komunikat Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z 26.09.2019 r., Inwestycje w Nieruchomości – Apart-
i Condohotele, www.uokik.gov.pl.
Komunikat Urzędu KNF w sprawie inwestycji alternatywnych w nieruchomości, www.knf.gov.pl.
Portal InwestycjewKurortach.pl.
Raport – Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce, <https://wot.waw.pl>.
Rynek finansowy w Polsce, www.gpw.pl.
Słownik terminów inwestycyjnych, www.social.estate.pl.
Symulacja, <https://mfiles.pl>.
www.finance.mf.gov.pl.
www.forsal.pl.
www.fortech-consulting.pl.
www.gpw.pl.
www.gpwcatalyst.pl.
www.leasing.org.pl.
www.mfiles.pl/pl/Kredyt.
www.mikroekonomia.net.
www.nbp.pl.
www.obligacjeskarbowe.pl.
www.obligacjeskarbowe.pl.
www.pekao.com.pl.
www.pl.wikipedia.org/Leasing.
www.podatki.gov.pl.
www.podatki.gov.pl/.
www.research-repository.griffith.edu.au.
www.stat.gov.pl.
www.emmerson-evaluation.pl/.
www.fmleasing.pl/porady/definicja-i-istota-leasingu.
www.totalmoney.pl.

Spis tabel

Tabela 1.1. Cechy charakterystyczne i kryteria definiujące condonieruchomości	12
Tabela 1.2. Różnice pomiędzy condohotelem a condoapartamentem	13
Tabela 1.3. Rodzaje umów z operatorem.....	23
Tabela 1.4. Rodzaje umów z operatorem – podstawa ustalania czynszu	23
Tabela 1.5. Pozostałe warunki umowy z operatorem.	24
Tabela 2.1. Dochód generowany przez nieruchomości w badanym okresie.....	39
Tabela 2.2. Cechy charakterystyczne polskich obligacji skarbowych	49
Tabela 2.3. Zestawienie najważniejszych cech i zalet rodzinnych obligacji skarbowych	50
Tabela 2.4. Liczba udzielonych noclegów w obiektach turystycznych w pierwszej połowie 2019 roku w aglomeracjach miejskich.....	58
Tabela 3.1. Modele leasingu nieruchomości	97
Tabela 3.2. Porównanie obligacji i kredytu bankowego.....	101
Tabela 3.3. Porównanie emisji obligacji i kredytu bankowego	101
Tabela 3.4. Różnice pomiędzy kredytem, a pożyczką.....	105
Tabela 3.5. Różnice pomiędzy bankiem tradycyjnym i hipotecznym	106
Tabela 4.1. Cena 1 m ² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania	124
Tabela 4.2. Wartość inflacji w latach 2000–2020	125
Tabela 4.3. Liczba m ² kupowana w poszczególnych latach	125
Tabela 4.4. Prognozowany poziom PKB	126
Tabela 4.5. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2014 roku	128
Tabela 4.6. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2019 roku	128
Tabela 4.7. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w lutym 2020 roku	128
Tabela 4.8. Przeciętne zatrudnienie i przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu 2020 roku	129
Tabela 4.9. Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2010–2020.....	130
Tabela 5.1. Założenia przy ustalaniu ryzyka indywidualnego	138
Tabela 6.1. Przychód generowany przez nieruchomość nieruchomość Aries Residence & SPA Szczyrk.....	152
Tabela 6.2. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Aries Residence & SPA Szczyrk.....	153
Tabela 6.3. Porównanie kosztów zakupu lokalu Aries Residence & SPA Szczyrk, przychodów oraz luk (w zł)	153
Tabela 6.4. Przychód generowany przez nieruchomość Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba ..	154
Tabela 6.5. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba	155

Tabela 6.6. Porównanie kosztów zakupu lokalu Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba, przychodów oraz luk (w zł)	155
Tabela 6.7. Przychód generowany przez nieruchomość Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station.....	156
Tabela 6.8. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station	156
Tabela 6.9. Porównanie kosztów zakupu lokalu Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station, przychodów oraz luk (w zł)	157
Tabela 6.10. Przychód generowany przez nieruchomość Frombork Eco Masuria.....	158
Tabela 6.11. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Frombork Eco Masuria.....	158
Tabela 6.12. Porównanie kosztów zakupu lokalu Frombork Eco Masuria, przychodów, oraz luk (w zł).....	158
Tabela 6.13. Przychód generowany przez nieruchomość Radisson Resort Kołobrzeg	159
Tabela 6.14. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Radisson Resort Kołobrzeg	159
Tabela 6.15. Porównanie kosztów zakupu lokalu Radisson Resort Kołobrzeg, przychodów oraz luk (w zł).....	160
Tabela 6.16. Przychód generowany przez nieruchomość Baltin Hotel & Spa Mielenko	160
Tabela 6.17. Koszty ubezpieczenia i podatku od nieruchomości Baltin Hotel & Spa Mielenko	161
Tabela 6.18. Porównanie kosztów zakupu lokalu Baltin Hotel & Spa Mielenko, przychodów oraz luk (w zł)	161
Tabela 6.19. Bezpieczne instrumenty finansowe.....	165
Tabela 6.20. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla Aries Residence & Spa Szczyrk.....	166
Tabela 6.21. Wartości NPV dla wybranych parametrów w wyszczególnionym okresie dla inwestycji Aries Residence & Spa Szczyrk	167
Tabela 6.22. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 inwestycja Aries Residence & Spa Szczyrk.....	168
Tabela 6.23. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba	169
Tabela 6.24. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba	170
Tabela 6.25. Wartości NPV dla poszczególnych parametrów w wyszczególnionym okresie dla Horizon Hotel & Resort Szklarska Poręba	171
Tabela 6.26. Wewnętrzne stopy zwrotu inwestycji Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4	171
Tabela 6.27. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 Condohotel Mercure Warszawa Ursus Station.....	173
Tabela 6.28. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 Frombork Eco Masuria.....	173
Tabela 6.29. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 inwestycja Frombork Eco Masuria.....	174
Tabela 6.30. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 Radisson Resort Kołobrzeg	175
Tabela 6.31. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Radisson Resort Kołobrzeg	176

Tabela 6.32. Wartości NPV dla poszczególnych parametrów w wyszczególnionym okresie dla inwestycji Radisson Resort Kołobrzeg.....	177
Tabela 6.33. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Baltin Hotel & Spa Mielenko.....	178
Tabela 6.34. Wewnętrzne stopy zwrotu (<i>Internal Rate of Return</i> – IRR) dla wybranych wskaźników WSZ-1, WSZ-2, WSZ-3, WSZ-4 dla inwestycji Baltin Hotel & Spa Mielenko.....	179
Tabela 6.35. Wartości NPV dla poszczególnych parametrów w wyszczególnionym okresie dla inwestycji Baltin Hotel & Spa Mielenko.....	180
Tabela 6.36. Ceny badanych lokali, warianty oraz wskaźniki odchylenia standardowego, średniej arytmetycznej i mediany	186
Tabela 6.37. Wskaźniki dla poszczególnych wariantów oraz wybranych inwestycji.....	187
Tabela 6.38. Ceny nieruchomości mieszkaniowych w wybranych latach i lokalizacjach	188
Tabela 6.39. Wskaźniki spadku siły nabywczej pieniądza – inflacja w wybranych latach.....	189
Tabela 6.40a. Wskaźniki zmiany cen nieruchomości na świecie w wybranych latach.....	190
Tabela 6.40b. Inflacja w krajach OECD.	191
Tabela 6.41. Współczynnik Sharpe'a dla poszczególnych wariantów.....	191
Tabela 6.42. Zwrot z inwestycji w condonieruchomości dla wybranych okresów (w %)	196
Tabela 6.43. Przychód funduszy inwestycyjnych w latach 2000–2020 dla badanych okresów zwrotu (w %)	196
Tabela 6.44. Stopy zwrotu obligacji skarbowych dla wybranych okresów	197
Tabela 6.45. Stopy zwrotu instrumentów inwestycyjnych – akcje spółek giełdowych dla badanych okresów (w %).....	198
Tabela 6.46. Zmiany poziomu cen najmu m ² na rynku mieszkaniowym oraz zmiany procentowe	198
Tabela 6.47. Średnia arytmetyczna zwrotów z badanych instrumentów finansowych dla poszczególnych okresów	199
Tabela 6.48. Zakup condonieruchomości dodatkowego wyposażenia lokalu	201
Tabela 6.49. Ceny zakupu dodatkowego wyposażenia niezbędnego przy zakupie condojednostki ..	202
Tabela 6.50. Forma rozliczenia operatora z wynajmującym.....	202
Tabela 6.51. Rozbieżność w umownym i rzeczywistym przychodzie w badanych condojednostkach	203
Tabela 6.52. Pobyt właścicielski w badanych condojednostkach	203
Tabela 6.53. Koszty pobytu właścicielskiego w badanych condojednostkach.....	204
Tabela 6.54. Inne opłaty wnoszone przez wynajmującego na rzecz operatora zarządzającego condojednostką.....	204
Tabela 6.55. Czas trwania umowy z operatorem.....	204
Tabela 6.56. Prawo pierwokupu condonieruchomości zastrzeżone aktem notarialnym przez operatora.....	205
Tabela 6.57. Zabezpieczenie roszczeń wynajmującego.....	205
Tabela 6.58. Zestawienie wartości parametrów UPR-1, UPR-2, RPUKRL-1 i RPUKRL-2.....	206
Tabela 6.59. Zestawienie wartości parametrów UPR-1, UPR-2, RPUKRL-1 i RPUKRL-2 dla wariantu wykorzystując pobyt właścicielski	206
Tabela 6.60. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-1	207
Tabela 6.61. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-2.....	208

Tabela 6.62. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-3.....	209
Tabela 6.63. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-4.....	210
Tabela 6.64. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-1 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego.....	211
Tabela 6.65. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-2 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego	212
Tabela 6.66. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-3 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego	213
Tabela 6.67. Zestawienie przyznanych punktów wg drzewa decyzyjnego dla wskaźnika WSZ-4 podczas korzystania z pobytu właścicielskiego	214

Spis rysunków

Rysunek 1.1. Usytuowanie miejscowości na terenie Polski z największą liczbą condonieruchomości.....	25
Rysunek 1.2. Rynek istniejących condonieruchomości w pasie górskim	26
Rysunek 1.3. Rynek istniejących condonieruchomości w Sudetach.....	26
Rysunek 1.4. Rynek istniejących condonieruchomości w Beskidach.....	27
Rysunek 1.5. Rynek istniejących condonieruchomości w Tatrach	27
Rysunek 1.6. Rynek istniejących condonieruchomości na Warmii i Mazurach	28
Rysunek 1.7. Rynek istniejących condonieruchomości w pasie nadmorskim	28
Rysunek 1.8. Rynek condonieruchomości w województwie zachodniopomorskim	29
Rysunek 1.9. Rynek istniejących condonieruchomości w województwie pomorskim	29
Rysunek 1.10. Rynek istniejących condonieruchomości w aglomeracji.....	30
Rysunek 1.11. Rynek condonieruchomości w pasie górskim w realizacji	31
Rysunek 1.12. Rynek condonieruchomości w Tatrach w realizacji	31
Rysunek 1.13. Rynek condonieruchomości w Sudetach w realizacji	32
Rysunek 1.14. Rynek condonieruchomości w Beskidach w realizacji.....	32
Rysunek 1.15. Rynek condonieruchomości na Warmii i Mazurach w realizacji	33
Rysunek 1.16. Rozkład condonieruchomości w pasie nadmorskim w realizacji.....	33
Rysunek 1.17. Rozkład condonieruchomości w województwie zachodniopomorskim w realizacji ...	34
Rysunek 1.18. Rozkład condonieruchomości w województwie pomorskim w realizacji.....	35
Rysunek 1.19. Rozkład condonieruchomości w aglomeracjach w realizacji.....	35
Rysunek 2.1. Podział nieruchomości według prawa polskiego	42
Rysunek 2.2. Rodzaje nieruchomości według celu wykorzystania	42
Rysunek 2.3. Podział nieruchomości ze względu na funkcje	43
Rysunek 2.4. Segmenty rynku finansowego	52
Rysunek 2.5. Schemat Polskiego Rynku Kapitałowego	54
Rysunek 2.6. Turyści i udzielone im noclegi w turystycznej bazie noclegowej w I półroczu lat 2010–2019	56
Rysunek 2.7. Lokalizacja powiatów i miast na prawach powiatu należących do V (górnej) grupy kwintylowej według liczby noclegów udzielonych w I połowie 2019 roku	57
Rysunek 2.8. Mechanizm przebiegu cykli koniunkturalnych na rynkach nieruchomości.....	59
Rysunek 2.9. Źródła ryzyka.....	63
Rysunek 2.10. Udział procentowy inwestorów indywidualnych na poszczególnych rynkach.....	68
Rysunek 2.11. Udział procentowy inwestorów instytucjonalnych na poszczególnych rynkach.....	69
Rysunek 3.1. Korelacja wysokości stóp zwrotu do ryzyka portfela	87
Rysunek 3.2. Ryzyko portfela inwestycyjnego	87
Rysunek 3.3. Wskaźnik Jensena	91
Rysunek 3.4. Wskaźnik Treynora.....	92
Rysunek 3.5. Wskaźnik Sharpe'a	93
Rysunek 4.1. Przebieg inflacji w okresie od stycznia 2017 do kwietnia 2022 roku	123
Rysunek 4.2. Zmiany poziomu PKB (Q4 2019 = 100) w poszczególnych latach.....	127
Rysunek 4.3. Średnie oprocentowanie lokat w okresie 13 lat	131

Rysunek 4.4. Zysk z lokat po 13 latach inwestycji w wybrany typ depozytów (kapitał 100 tys. zł)	131
Rysunek 5.1. Drzewo decyzyjne – metoda wspomagania decyzji wyboru condonieruchomości.....	149
Rysunek 6.1. Ceny zakupu badanych condonieruchomości	162
Rysunek 6.2. Przychody roczne dla wybranych condonieruchomości	162
Rysunek 6.3. Roczne stopy zwrotu dla badanych inwestycji	163
Rysunek 6.4. Inwestycja 100 tys. zł na rynku condonieruchomości.....	163
Rysunek 6.5. Zestawienie wartości NPV dla URP-1 (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem).....	181
Rysunek 6.6. Zestawienie wartości NPV dla URP-2 (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem, pomniejszony o wartość podatku od nieruchomości i ubezpieczenia)	181
Rysunek 6.7. Zestawienie wartości NPV dla URPPW (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem uwzględniający pobyt właścicielski).....	182
Rysunek 6.8. Zestawienie wartości NPV dla URPPW-2 (umowny roczny przychód, zgodny z umową z operatorem uwzględniający pobyt właścicielski, oraz podatek od nieruchomości ubezpieczenie lokalu.....	183
Rysunek 6.9. Zestawienie wartości NPV dla HRPR-1 (hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty od pełnej wartości lokalu; obliczony roczny przychód od wartości lokalu wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym zgodnie ze stawką procentową zawartą w umowie z operatorem)	183
Rysunek 6.10. Zestawienie wartości NPV dla HRPRPW (hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty od pełnej wartości lokalu uwzględniający pobyt właścicielski; obliczony roczny przychód od wartości lokalu wraz z wyposażeniem i miejscem parkingowym zgodnie ze stawką procentową zawartą w umowie z operatorem)	184
Rysunek 6.11. Zestawienie wartości NPV dla RRP100 (rzeczywisty roczny przychód dla inwestycji w condonieruchomość dla wartości 100 tys. zł)	185
Rysunek 6.12. Zestawienie wartości NPV dla RPUKRL-1 (roczny przychód umowny dla kosztu rzeczywistego lokalu, przychód umowny wynikający z zawartej umowy z operatorem w odniesieniu do rzeczywistej wartości lokalu – lokal + wyposażenie + parking).....	185
Rysunek 6.13. Zestawienie wartości NPV dla RPUKRL-1 (roczny przychód umowny dla kosztu rzeczywistego lokalu, przychód umowny wynikający z zawartej umowy z operatorem w odniesieniu do rzeczywistej wartości lokalu – lokal + wyposażenie + parking) z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego.....	186
Rysunek 6.14. Wzrosty cen nieruchomości i inflacji w latach 2006–2020 w wybranych miastach ...	189
Rysunek 6.15. Wielkość badanej próby	192
Rysunek 6.16. Rozkład kondycji finansowej operatorów condonieruchomości.....	193
Rysunek 6.17. Zmiany umów operatorów z właścicielami nieruchomości.....	194
Rysunek 6.18. Terminowość wypłacanych zysków	194
Rysunek 6.19. Rynek po renegocjacji czynszów	195
Rysunek 6.20. Stopy zwrotu dla instrumentów inwestycyjnych w wybranym okresie	200
Rysunek 6.21. Stopy zwrotu instrumentów inwestycyjnych w badanych latach.....	200
Rysunek 6.22. Zestawienie przyznanych punktów dla condonednostek na podstawie drzewa decyzyjnego.	215
Rysunek 6.23. Zestawienie przyznanych punktów dla condonednostek na podstawie drzewa decyzyjnego z uwzględnieniem pobytu właścicielskiego.	215