

Olsztyn, 28 .08.2022 r.

Prof. dr hab. inż. Ryszard Żróbek, prof. zw.
Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie
Wydział Geoinżynierii
Katedra Gospodarki Nieruchomościami i Systemów Informacji Geograficznej
Dyscyplina naukowa: Geografia Społeczno- Ekonomiczna i Gospodarka Przestrzenna
rzrobek@uwm.edu.pl

RECENZJA

rozprawy doktorskiej mgr. Marka Kowalczyka na temat „Uwarunkowania i efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości w Polsce”

1. Wprowadzenie

Rozprawa doktorska mgr. Marka Kowalczyka, napisana pod kierunkiem dr. Hab. Sebastiana Kokota prof. US, dotyczy istotnego zagadnienia związanego z rozwojem specyficznego sektora nieruchomości w Polsce, obejmującego nowe możliwości inwestowania na tym rynku. Za przedmiot badań wybrano uwarunkowania i efektywność inwestowania w nie typowy rodzaj zabudowy nieruchomości obiektami specjalnego przeznaczenia związanymi z pojęciem „condominium”. W swoim pierwotnym brzmieniu pojęcie to oznacza „mieszkanie z prawem własności”. Jednym z przykładów tego pojęcia w Polsce jest „wspólnota mieszkaniowa” (pojęcie prawnicze związane z nieruchomością lokalową). Na potrzeby recenzowanej rozprawy doktorskiej autor wprowadził pojawiające się coraz częściej w publikacjach pojęcie „condonieruchomości”. Pojęcie to nie ma jeszcze ugruntowanej pozycji prawnej i formalnej . Przedmiot pracy (szczególnie w zakresie szczegółowych badań własnych) został ograniczony do analizy i możliwości inwestowania w apartament w condohotelu w oparciu o analizę szczegółowych informacji pozyskanych z wielu różnych źródeł. Autor traktuje to inwestowanie, jako relatywnie nową formę inwestowania kapitału w Polsce. W tytule pracy podanej w języku angielskim zostało użyte pojęcie „the condominium market ” co nie do końca odpowiada polskiemu zakresowi tego określenia . Oznacza to pilną potrzebę

porządkowania pojęć dotyczących różnych form inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce.

Zdaniem Doktoranta problemem badawczym rozprawy doktorskiej było „ustalenie czynników istotnie determinujących podejmowanie decyzji o dokonaniu inwestycji w konkretny obiekt oraz próba zdefiniowania dodatkowych kosztów wpływających na określenie realnych zwrotów”.

Wydaje się, że tak sformułowany problem badawczy związany jest bezpośrednio z analizą opłacalności inwestowania na rynku nieruchomości oraz obejmuje zagadnienie zarówno w sensie praktycznym, jak i teoretycznym. Sam zapis problemu badawczego w rozprawie doktorskiej mógłby być podany w bardziej przejrzysty sposób – np. bez takich sformułowań, jak „próba definicji” oraz „istotnie determinujących”. Ułatwiłoby to pewnie zrozumienie istoty rozprawy już na etapie wstępnym. Nie jestem też przekonany do pojęcia „condonieruchomość” szczególnie w świetle art. 46 Kodeksu cywilnego. Niemniej biorąc pod uwagę wyjaśnienia zawarte w rozprawie doktorskiej będę tego pojęcia używał w dalszej części mojej recenzji.

2. Ocena układu rozprawy doktorskiej wraz z oceną celu , metod badawczych i uzyskanych wyników badań

Rozprawa doktorska obejmuje 223 strony standardowego tekstu, podzielonego na 6 rozdziałów. Zawiera również wstęp i zakończenie, streszczenie, bibliografię oraz wykaz tabel i rysunków. W zakończeniu sformułowano łącznie 22 wnioski, związane z przeprowadzonymi badaniami - zarówno w sferze teoretycznej, jak i praktycznej. Bibliografia zawiera 147 pozycji literatury, w tym 46 to opracowania w języku angielskim. Podano też zestawienie wykorzystanych w badaniach Raportów, aktów prawnych oraz stron internetowych (netografia). W zestawieniu pozycji bibliograficznych nie ustrzeżono się od drobnych błędów i potknięć formalnych, np. nazwisko Bryx raz jest zapisane jako Bryks a innym razem poprawnie jako Bryx, nadto pozycja pod tytułem „Vademecum developera” pojawia się w wykazie dwa razy. Większość pozycji bibliograficznych ukazała się po roku 2000, choć zdarzają się też pozycje z lat 1990-1995 i wcześniejszych . Autor podał też w wykazie pozycje z lat 1950-1960, które można uznać za klasyczne w historycznym ujęciu przedmiotu badań.

Rozdział 1 rozprawy dotyczy scharakteryzowania na potrzeby tej rozprawy pojęcia condonieruchomości. Autor wyjaśnia znaczenie tego określenia nawiązując do czasów

antycznych (Egipt, Grecja). Ten opis historyczny można by skrócić bez utraty informacji o systemie condominium w sektorze nieruchomości. Podsumowaniem rozważań teoretycznych na ten temat jest tabela 1.1 (str. 12-13) zawierająca „cechy charakterystyczne i kryteria definiujące condonieruchomości”. Nie jest to jednak w pełni opracowanie autorskie, ponieważ opiera się na publikacji „Raport - Rynek hoteli oraz condohoteli w Polsce”. Brakuje odniesienia się Autora do zawartych w tej tabeli opisów dotyczących poszczególnych kryteriów opisujących „condonieruchomości”. W tabeli 1.2 (str. 13-14) Doktorant przytoczył podstawowe różnice pomiędzy pojęciami związanymi z inwestowaniem na rynku nieruchomości hotelowych takimi jak „condohotel” oraz „aparthotel”. Przyczyniło się to do uporządkowania tych określeń oraz ich szczegółowego scharakteryzowania . Tak jak poprzednio brak jednak ustosunkowania się Autora do treści tej tabeli. Przytoczone w tekście rozprawy fotografie od 1 do 6 (str. 15-16) uważam za zbędne, gdyż nie są one bezpośrednio związane z analizowanym zagadnieniem dotyczącym definicji i używanych pojęć. Moim zdaniem są to ilustracje do przeprowadzonych badań szczegółowych i ich miejsce jest raczej w załącznikach.

Przeprowadzono też krótką analizę zasad funkcjonowania deweloperów w innych krajach (rozd. 1.4) wraz z podaniem etapów przygotowania i realizacji inwestycji budowlanej (budynku) przez dewelopera. Jest to zestawienie odnoszące się wprost do pozycji bibliografii A. Rogulski (2020). Brak też informacji czy schemat będzie w całości wykorzystany w dalszej części badań. W rozdziale 1 scharakteryzowano ponadto etapy przygotowania i realizacji inwestycji (budynek) przez dewelopera oraz określono rolę operatora w systemie zarządzania nieruchomością (rozdział 1.5). Podano między innymi rodzaje umów z operatorem w kontekście zasad ustalania czynszów. Rozdział 1.6 zawiera opisy dotyczące inwestycji w systemie condo w Polsce. Powyższe dane oparto na konkretnych pozycjach bibliograficznych i dość trudno ocenić, jaki był wkład Doktoranta w te zagadnienia. Na pewno jest to próba opisu zjawiska związanego z występowaniem „condonieruchomości” w naszym kraju. Wydaje się, że spełniono założony w tym rozdziale cel poznawczy oraz określono rozmiar zjawiska wraz z jego specyfiką. Brakuje jednak własnych odniesień Autora do poszczególnych zagadnień wykorzystywanych w dalszej części rozprawy doktorskiej .

Rozdział 2 obejmuje zagadnienia związane z inwestowaniem na rynku nieruchomości (w tym inwestowaniem w condohotele). Na wstępie (pkt. 2.1) przytoczono pojęcie „inwestycja” odwołując się do klasycznych opracowań zarówno w Polsce, jak i za granicą oraz

inne podstawowe pojęcia związane z efektywnością inwestowania. Przedstawiono też na stronie 39 (tabela 2.1) dane przykładowe do obliczenia stopy zwrotu. Ta część pracy z powodzeniem mogłaby być bardziej skondensowana i ograniczona do podstawowych zagadnień ponieważ są to informacje podstawowe, ogólnie znane dla specjalistów z zakresu określania opłacalności inwestycji oraz oceny efektywności inwestowania na rynku nieruchomości.. Dotyczy to też podstawowych określeń związanych z opisem nieruchomości jako przedmiotu badań. Brak natomiast na stronie 42 rozprawy krótkiej charakterystyki nieruchomości budynkowej w odniesieniu do odrębnej własności gruntów. Trudno mi zgodzić się z przytoczonym w pracy podziałem nieruchomości ze względu na ich funkcje (rys. 2.3 – str. 43). Szczególnie dotyczy to faktu zaliczenia „condonieruchomości” do grupy „inne – zabudowane” a nie do nieruchomości „komercyjnych”. Proszę o wyjaśnienie zasad przyjętych do tworzenia tego podziału nieruchomości w trakcie publicznej obrony rozprawy.

Rozdział 2.2 zawiera rozważania na temat kryteriów określających warunki inwestycyjne. Autor zwraca uwagę na inwestowanie w obligacje oraz opisuje cechy rynku finansowego. Są to informacje ogólnodostępne i można było ten rozdział znacznie skondensować bez uszczerbku dla informacyjności rozprawy doktorskiej. W dalszej części Doktorant podjął się zadania scharakteryzowania rynku nieruchomości podając na wstępie ogólnie znane określenia i cechy tego rynku. Charakteryzuje też rynek nieruchomości w Wielkiej Brytanii podając między innymi na stronie 61, że rynek ten „jest ściśle powiązany z wysokością stóp procentowych oraz z wysokością uzyskiwanych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału”. Brak dalej w pracy uzasadnienia tego stwierdzenia oraz wyjaśnienia jego wyjątkowości w stosunku do innych rozwiniętych rynków nieruchomości (np. Francja, Holandia, Niemcy).

Doktorant ponad to zwraca uwagę na stronie 63 (rys. 2.9) na źródła ryzyka inwestowania opierając się na publikacji H. B. Mayo (2019). Brak jednak odniesienia do innych publikacji z tego zakresu oraz własnego komentarza do tego zagadnienia.

W kolejnej części pracy (pkt. 2.3) Doktorant charakteryzuje condonieruchomość jako inwestycję. W swoich opisach opiera się On na wskazaniach ekspertów rynku nieruchomości oraz własnych doświadczeniach. Na stronie 67 rozprawy stwierdza, że „inwestycja w condoapartamenty stanowi zabezpieczenie kapitału przed skutkami inflacji oraz wahaniem na rynkach”. Będę oczekiwał w trakcie publicznej obrony pracy doktorskiej na rozwinięcie tego stwierdzenia oraz podanie stosownych wskaźników.

Następnie (pkt.2.4) Autor opisuje i charakteryzuje rolę inwestorów na rynku condonieruchomości. Prezentuje w pracy przebieg i fazy procesu inwestycyjnego (pkt. 2.5). Kolejna część tego rozdziału dotyczy roli operatora w procesie inwestycyjnym (pkt. 2.6). Przytacza sformułowania zawarte w bibliografii oraz podaje pożądane cechy takiego operatora. Zwraca też uwagę na opodatkowanie condo-jednostki (pkt. 2.7). Niektóre fragmenty tych opisów można by pominąć bez uszczerbku dla jasności wyводу (np. opis podatku od nieruchomości czy zasady naliczania VAT od inwestycji).

Kolejny rozdział 3 dotyczy opisów finansowych uwarunkowań inwestowania na rynku condonieruchomości. Autor na wstępie zajmuje się opisem efektywności inwestowania (kryteria, portfel inwestycyjny, stopa zwrotu). Odnosi się również do koncepcji racjonalnego inwestowania odwołując się do opisów innych autorów. Zwraca też uwagę na zasady finansowania inwestycji w tego rodzaju nieruchomości. Na zakończenie obszernych rozważań w tym rozdziale stanowiącym swoiste studium bibliografii Doktorat koncentruje się nad rodzajami ryzyka finansowego.

W rozdziale 4 Autor charakteryzuje pozafinansowe uwarunkowania inwestowania w condonieruchomości. Doktorant zwraca między innymi uwagę na:

- 1) uwarunkowania geograficzne inwestycji (pas nadmorski, góry, miasta);
- 2) uwarunkowania prawne i wynikające z zawartych umów między stronami (np. Czas trwania umowy, warunki wypowiedzenia umowy);
- 3) pozafinansowe ryzyko inwestowania (różne rodzaje ryzyka charakterystyczne dla tego segmentu rynku, np. ryzyko związane z uczestnictwem na rynku condonieruchomości);
- 4) uwarunkowania mikroekonomiczne (np. paradoks Veblena, efekt naśladownictwa, efekt spekulacyjny);
- 5) uwarunkowania makroekonomiczne (cykle koniunkturalne, inflacja, zmiany poziomu PKB, stopy procentowe).

Część z przytoczonych w tym rozdziale informacji ma znaczenie historyczne i nie można tego odnieść do aktualnej sytuacji na rynku nieruchomości w 2022 roku . Brakuje w tym rozdziale ostatecznego podsumowania oraz wskazania najważniejszych czynników wpływających na ten specyficzny rynek nieruchomości.

Rozdział 5 Rozprawy obejmuje opis i charakterystykę przyjętych metod badawczych. Na stronie 133 Autor stwierdza, że na podstawie przeprowadzonych badań wyodrębniono wykaz

determinantów mających istotny wpływ na optymalizację zysków inwestorów funkcjonujących na tym specyficznym rynku. Wykaz ten został opracowany na podstawie szczegółowych badań w wybranych 6 jednostkach („condojednostki”). Są to obiekty charakteryzujące się znacznym natężeniem ruchu turystycznego, zlokalizowane w różnych miejscach Polski (Szczyrk, Szklarska Poręba, Warszawa, Frombork, Kołobrzeg, Mielenko). Podstawowym kryterium tego wyboru była cena obiektu zbliżona do ceny średniej – w relacji do rocznych przychodów uzyskiwanych na analizowanym obszarze. Proszę w trakcie obrony doktoratu o bardziej szczegółowe przedstawienie zasad doboru obiektów do dalszych badań . Zwracam też uwagę, że Frombork jest położony na Warmii (pojęcie historyczne), a nie jak zapisano na stronie 133 – „ na Mazurach”. Warto by też podsumować zagadnienia związane z określeniem kryteriów i mierników opłacalności inwestycji zawarte w rozdziale 5.1. Rozdział te zawiera nadto pogłębioną analizę konkretnych umów , analizę stóp zwrotu, opis metod analizy ryzyka inwestycyjnego, metody analizy wynagrodzenia inwestora (wyodrębnienie najczęściej stosowanego modelu w analizowanych przypadkach), charakterystykę zastosowanych metod symulacyjnych, opis metody wskaźnikowej, metody klasyfikacji danych w ocenie inwestycji (w tym drzewo decyzyjne jako metoda wspomagania decyzji wyboru condonieruchomości) oraz zasady postępowania w procesie określania efektywności inwestycji (wewnętrzne stopy zwrotu dla poszczególnych wariantów).

W kolejnym etapie badań (rozdział 6) zaprezentowano dane dotyczące 334 condojednostek, w różnych lokalizacjach (sprzedaż w latach 2015-2020). Dane te posłużyły między innymi do przeprowadzenia analizy dochodowości na rynku nieruchomości komercyjnych . Przeprowadzono też analizę ryzyka posiłkując się danymi uzyskanymi z portalu „Inwestycje w kurortach” (65 obiektów - 8134 condojednostek). Przeprowadzono dodatkowo badania ankietowe dotyczące 6339 jednostek (78% wszystkich condojednostek w Polsce). Dokonano nadto analizy 334 umów dotyczących kupna, wynajmu i obsługi tych nieruchomości. Z powyższych informacji wynika, że Doktorant przeprowadził szczegółowe badania „ condojednostek” uwzględniając ich specyfikę i lokalizację. Dało to podstawy do formułowania szczegółowych wniosków. Do oceny efektywności ekonomicznej inwestycji wykorzystano formułę wartości bieżącej netto (NPV). Obliczenia tego wskaźnika dokonano uwzględniając okresy 5, 10, 15 i 20 lat. Dobór tych okresów wynikał z przeprowadzonej wcześniej analizy umów. Pewnym mankamentem obliczeń NPV jest przyjęcie stopy dyskonta na poziomie 3% dla wszystkich inwestycji. Można by wprowadzić w tym miejscu dodatkowo

wariant wynikający z poziomu stopy dyskonta wyznaczonej z analiz rynku nieruchomości (np. 4,5%). Istotną, wartą podkreślenia w przeprowadzonych analizach, jest część rozprawy dotycząca metod klasyfikacji danych w ocenie inwestycji. Analizy powyższe oparto na stworzonym wcześniej drzewie decyzyjnym (rys. 5.1 – str. 149).

W rozdziale tym zawarto więc szczegółowe badanie uwarunkowań inwestycji w condoapartamenty w Polsce. Posłużono się badaniami wybranych przykładów realizacji inwestycji z lat 2010-2020. Zbiorcze wskaźniki dla poszczególnych obiektów i wariantów inwestycji przedstawiono na stronie 187 (tabela 6.37). Dla porównania na stronie 188 (tabela 6.38) podano ceny nieruchomości mieszkaniowych wybranych latach i lokalizacjach. Dodatkowo wyniki badań przedstawiono na wykresach. Istotną częścią przeprowadzonych badań była analiza ryzyka przy zastosowaniu współczynnika Sharpe'a (3 warianty). Wyniki tych badań zamieszczono w tabeli 6.41 (str. 191-192).

Doktorant zwraca uwagę na wpływ pandemii Covid-19 na uzyskiwane przychody w tym sektorze nieruchomości, począwszy od 2020 r. Badania te winny być w przyszłości pogłębione w celu uzyskania pełnego obrazu tego wpływu. Autor zwraca między innymi uwagę na potrzebę renegotjacji zawartych wcześniej umów oraz obniżenia wynagrodzenia związanego z korzystaniem z condonieruchomości. Zauważono też wpływ tego czynnika na terminowość regulowania czynszów.

W dalszej części tego rozdziału Doktorant zwrócił uwagę na atrakcyjność inwestowania w tego typu nieruchomości w porównaniu do innych instrumentów inwestycyjnych.

Zestawienie zbiorcze dotyczące tego zagadnienia zawiera tabela 6.47 (str. 199). Wynika z tych danych, że przychód generowany przez condonieruchomości charakteryzuje stabilna stopa zwrotu w całym badanym okresie. Ten wniosek opiera się na przeprowadzonych szczegółowych badaniach w wybranych wcześniej obiektach. W dalszej części badań przeprowadzono analizy klasyfikacyjne w oparciu o 334 umowy z operatorami. Autor w poszczególnych tabelach zbiorczych przedstawił konkretne wyniki badań posiłkując się wskazaniem zawartymi w drzewach decyzyjnych dla konkretnych obiektów.

Trzeba w tym miejscu podkreślić, że doktorant przeprowadził bardzo szczegółowe badania na wybranej wcześniej próbie losowej. W sposób jednoznaczny przedstawił wyniki w formie tabel i wykresów. Jest oczywiste, że wyniki te mogą charakteryzować tylko przyjęty w rozprawie okres przeprowadzonych badań. Czasami można jednak odnieść wrażenie o zbyt

dużej szczegółowości tych badań, szczególnie w zakresie przyjętych wariantów oraz liczby wskaźników.

W zakończeniu rozprawy doktorskiej podano wyniki weryfikacji hipotezy postawionej na wstępie rozprawy. Należy zaznaczyć, że zrealizowano cele pracy za pomocą przyjętych (czasami trochę arbitralnie) metod badawczych. Sformułowano 22 wnioski i spostrzeżenia wynikające z przeprowadzonych badań. Niektóre z nich są oczywiste, np. „rynek condonieruchomości rozwija się dynamicznie w rejonach o znacznym potencjale ruchu turystycznego”. Inne wnioski wynikają bezpośrednio z badań Autora uwzględniając przyjęte wcześniej założenia wyjściowe (np. poziom stopy dyskonta). Dla wybranych inwestycji obliczono wewnętrzne stopy zwrotu zarówno dla wartości umownych, jak i dla pozyskanych wartości rzeczywistych. Stwierdzam, że wnioski szczegółowe odzwierciedlają uzyskane rezultaty badań szczegółowych. Istotnym wskaźnikiem w tego typu badaniach jest analizowany okres czasu. Przy zmieniających się uwarunkowaniach zewnętrznych (siła reakcji na te uwarunkowania) aktualne wyniki mogą przybierać trochę inne wartości. Trudno jest jednak opracowywać prognozy przy tak niestabilnym rynku nieruchomości.

Można częściowo zgodzić się więc z Doktorantem, że „niniejsza dysertacja stanowi fundament do dalszych badań rynku condonieruchomości, szczególnie w zakresie badania kondycji finansowej zdeterminowanej rzeczywistością pandemiczną”.

Moim zdaniem warto by jednak w tych badaniach wyraźnie oddzielić wskazania i wyniki zawarte w literaturze od własnych ustaleń i wniosków .

3. Wnioski końcowe i rekomendacja

Rozprawa doktorska dotyczy istotnego zagadnienia usprawnienia procesu określania opłacalności inwestowania w specyficznym sektorze nieruchomości obejmującym condonieruchomości (nieruchomości komercyjne) o szczególnym przeznaczeniu. Należy zwrócić szczególną uwagę na treści związane z empiryczną analizą uwarunkowań inwestycji w tym sektorze nieruchomości oraz finansowe uwarunkowania inwestowania na rynku condonieruchomości.

Doktorant przedstawił w rozbudowanej rozprawie doktorskiej swój punkt widzenia na ten temat (czasem dyskusyjny) zarówno w aspekcie teoretycznym, jak i też praktycznym. Niektóre z proponowanych rozwiązań budzą moje zastrzeżenia i mogą być przyczyną szerszej dyskusji na forum zarówno teoretyków, jak i praktyków wyceny nieruchomości przynoszących lub mogących przynosić dochód. Na niektóre z moich wątpliwości będę oczekiwał odpowiedzi podczas publicznej obrony rozprawy doktorskiej.

Nie mniej stwierdzam, że praca nosi cechy rozprawy oryginalnej popartej szczegółowymi badaniami praktycznymi na wybranych obiektach. Spełnia tym samym wymagania dotyczące prac doktorskich zapisane w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. z 2022 r. poz. 574 ze zm.). Uważam także, że odpowiada nadto przyjętym standardom dotyczącym przygotowywania i opracowywania rozpraw doktorskich. Rozprawa doktorska wpisuje się w nurt opracowań dotyczących analizy opłacalności inwestowania w nieruchomości komercyjne oraz zawiera treści charakterystyczne dla dyscypliny naukowej **ekonomia i finanse**.

Stawiam zatem wniosek o dopuszczenie tego opracowania do publicznej obrony przed **Radą Naukową Instytutu Ekonomii i Finansów**.

Z poważaniem



Prof. . dr hab. inż. Ryszard Żróbek