



AUTOREFERAT ROZPRAWY DOKTORSKIEJ

pt. Uwarunkowania i efektywność inwestowania na rynku condonieruchomości w Polsce

autor:

mgr MAREK KOWALCZYK

promotor:

dr hab. SEBASTIAN KOKOT prof. US

recenzenci:

dr hab. Gabriel Główka prof. SGH

dr hab. Maciej J. Nowak prof. ZUT

prof. dr hab. inż. Ryszard Żróbek prof. zw.

1. Uzasadnienie celowości tematu

Problematyka inwestowania w condonieruchomości jest inspirująca naukowo z uwagi, że jest to w Polsce stosunkowo nowe zjawisko i niewielu badaczy jak dotąd podejmowało badania nad takimi formami inwestycji. Znacznie częściej niż na rynku condonieruchomości podejmowane są badania dotyczące inwestycji na innych segmentach rynku nieruchomości oraz na rynkach akcji, obligacji i innych instrumentów finansowych. Jednak badania prowadzone w zakresie opłacalności inwestycji na rynku condonieruchomości zyskują zainteresowanie, tym bardziej, że w ostatnich latach taka forma inwestowania kapitału zdobywa coraz większą popularność. Przedmiotowy temat podjęto próbując zgłębić zagadnienia związane z tą formą inwestycji, przy uwzględnieniu różnych zagrożeń, kosztów, zobowiązań wynikających z umów.

Badając tematykę condonieruchomości oraz obszar inwestowania na tym rynku, obrano za zadanie poznanie uwarunkowań inwestycyjnych i mechanizmów, aby zdefiniować czynniki determinujące optymalne zyski, różnego rodzaju ryzyka 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 w procesie inwestycyjnym w apartamenty w condohotelach na podstawie zgromadzonego materiału w postaci umów z operatorami, oraz uwarunkowań geograficznych i gospodarczych i 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 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 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.

2. Hipotezy badawcze

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.

3. Zagadnienia metodologiczne

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 AriesResidence& 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 poziomowi 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 zobrazowania mechanizmów przedstawiono 6 inwestycji. W rozdziale 6 zaprezentowano dane dotyczące 334 condojednostek 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 condojednostek (<https://www.inwestycjewkurortach.pl/>). Na podstawie badania ankietowego uzyskano wiedzę o 6339 lokalach, co stanowi 78 % wszystkich condojednostek w 65 obiektach w Polsce. Dane i wnioski zaprezentowano w rozdziale 6.3. Przeanalizowano umowy dotyczące 334 condojednostek w zakresie kupna oraz wynajmu i obsługi tych nieruchomości. Jest to 1336 (po 4 dla każdej condojednostki) 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:

- przedsiębiorstw deweloperskich,
 - pośredników w obrocie nieruchomościami,
 - operatorów condonieruchomości
- w tym z: raportów, ustaw, rozporządzeń, uchwał samorządów lokalnych, źródeł internetowych (netografia), komunikatów (KNF)

Ponadto przeprowadzono wizję lokalną we wszystkich 6-ciu wymienionych obiektach, których dotyczy szczegółowa analiza.

W celu zrealizowania zadań badawczych wyznaczono wskaźniki:

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 condojednostki), 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 mechanizm obliczenia rocznego czynszu dla condonieruchomości powodują powstanie luki, wynikającej z naliczania rocznego czynszu, bez uwzględnienia wyposażenia.

LRP100 (%) – 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.

Ponadto wyznaczono **Ryzyko indywidualne** to rodzaj ryzyka dotyczący 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 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.

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 + miejsc 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.

Średnią arytmetyczną wyznaczono dla cen badanych lokali i takich wskaźników jak: RWI, WUI, wartość 1 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.

Obliczono średnią arytmetyczną 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 procencie w stosunku do 2006 roku,
- średnioroczny arytmetyczny wzrost cen nieruchomości w procencie.

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.

Obliczono średnią arytmetyczną zwrotu z inwestycji w condonieruchomość dla badanych obiektów w okresie 5, 10, 15, 20 lat. Wyniki podano w %.

Obliczono średnią arytmetyczną zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w fundusze inwestycyjne. Wyniki podano w %.

Obliczono średnią arytmetyczną zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w akcje spółek giełdowych.

Obliczono średnią arytmetyczną poziomu cen najmu 1 m² w wybranych miastach i wybranych latach. Obliczono również średnią arytmetyczną wzrostów na rynku najmu nieruchomości mieszkaniowych w okresie 1 roku.

Medianę wyznaczono dla cen badanych lokali i takich wskaźników jak: RWI, WUI, wartość 1 m² lokalu, wartość wyposażenia lokalu, wielkość lokalu w m², wartość parkingu, RWRWU, URP-1, URP-2, URPPW-1, URPPW-2, HRPR-1, HPRPW, RRP100, RPUKRL-1, RPUKRLPW.

Obliczono medianę 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 % w stosunku do 2006 roku,
- średnioroczny arytmetyczny wzrost cen nieruchomości w %.

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.

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 zróżnicowanie.

Współczynnik zmienności wyznaczono dla cen badanych lokali i takich wskaźników jak: RWI, WUI, wartość 1 m² lokalu, wartość wyposażenia lokalu, wielkość lokalu w m², wartość parkingu, RWRWU, URP-1, URP-2, URPPW-1, URPPW-2, HRPR-1, HPRPW, RRP100, RPUKRL-1, RPUKRLPW.

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.

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.

Obliczono współczynnik zmienności zwrotu z inwestycji w condonieruchomość dla badanych obiektów w okresie 5, 10, 15, 20 lat. Wyniki podano w %.

Obliczono współczynnik zmienności zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w fundusze inwestycyjne. Wyniki podano w %.

Obliczono współczynnik zmienności zwrotu dla tych samych okresów dla inwestycji w akcje spółek giełdowych.

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 zmiennej.

Odchylenie standardowe obliczono dla:

Wskaźników w obszarze wartości badanych lokali: RWI, WUI, wartość 1 m² lokalu, wartość wyposażenia lokalu, wielkości lokalu w m², RWRWU.

Wskaźników w obszarze rocznych przychodów: URP-1, URP-2, URPPW-1, URPPW-2, HRPR-1, HRPRPW, RRP100, RPUKRL-1, RPUKRLPW.

Wielkości cen nieruchomości mieszkaniowych, w tym odchylenia średniej arytmetycznej wzrostów cen nieruchomości w okresie rocznym.

Wskaźników zmian cen nieruchomości na świecie.

Wskaźników zwrotu z inwestycji w condonieruchomości w wybranych okresach.

Wskaźników przychodu generowanych przez fundusze inwestycyjne w badanych okresach.

Wskaźników stóp zwrotu instrumentów inwestycyjnych w akcje spółek giełdowych.

Wartości cen najmu 1 m² na rynku mieszkaniowym.

Ponadto dokonano **Pogłębionej analizy** i dotyczyła ona w szczególności:

Zakupu condonieruchomości i dodatkowych składników niezbędnych do podpisania umowy z operatorem, oraz lokalizacji.

Obliczeń średniej arytmetycznej dla:

- cen lokalu wraz z wyposażeniem,
- cen wyposażenia, oraz kosztu wyposażenia 1 m² lokalu,
- wielkości apartamentu.

Sposobu i formy rozliczenia pomiędzy stronami umowy.

Rozbieżności w deklarowanym i rzeczywistym rocznym przychodzie z wynajmu condonieruchomości.

Warunków i kosztów związanych z pobytem właścicielskim.

Innych opłat wnoszonych przez wynajmującego na okoliczność utrzymania condonoieruchomości.

Warunków związanych z czasem trwania umowy, oraz innymi zapisami dotyczącymi pierwokupu.

Zapisów związanych z zabezpieczeniem roszczeń wynajmującego.

Zapisów dotyczących zobowiązań najemcy.

Zapisów dotyczących zobowiązań wynajmującego.

Zapisów dotyczących zarządu nieruchomością wspólną.

Zapisów dotyczących wypowiedzenia umowy.

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.

Dysertacja zawiera również analizę stóp zwrotu i dotyczy następujących wskaźników:

Zakupu condonieruchomości: UWC, RWC, LUWCRWC.

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.

Ryzyko inwestycyjne zbadano korzystając ze wzoru na obliczenie wskaźnika Sharpe'a

Wskaźnik Sharpe'a lub współczynnik Sharpe'a (*Sharperatio*), wskaźnik stosowany do oceny wysokości uzyskiwanej z tzw. premii z inwestycji w stosunku do poniesionego ryzyka. Jest to nadwyżka ponad wartość wolną od ryzyka.

Wszelkich obliczeń dokonano za pomocą aplikacji Microsoft Excel. Wzięto pod uwagę wyznaczenie współczynnika Sharpe'a dla 6-ciu condojednostek. 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,
- renegowacje 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 condojednostkami.

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.

Przeprowadzono również analizę 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.

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 zasięgnięcia 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 %.

W rozprawie przeprowadzono analizę wskaźnikową.

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.

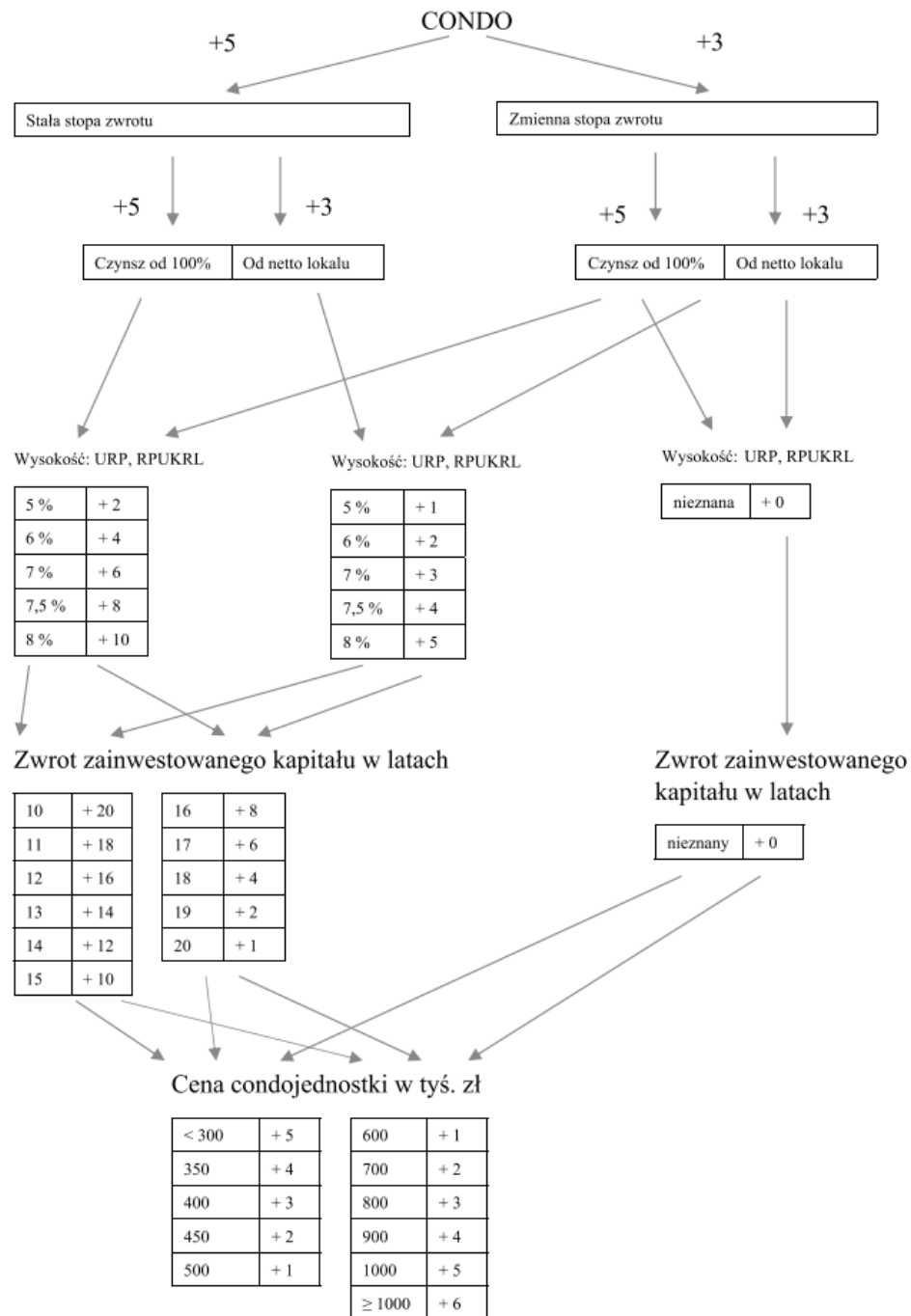
Poniższe wskaźniki określają finansowe zależności inwestowania w condonieruchomości. Ukazują ponadto sposób obliczenia luki zarówno w przychodach procentowych, jak i przychodach finansowych. Parametry wyznaczono według wzorów:

- umowny roczny przychód UPR-1
- hipotetyczny roczny przychód rzeczywisty HRPR-1
- procentowy umowny zwrot z inwestycji PUZI
- hipotetyczny roczny rzeczywisty zwrot z inwestycji HRRZI
- luka zwrotu inwestycyjnego LZI
- luka w rzeczywistym rocznym przychodzie dla wartości 100 tyś. zł LRRP100
- luka w wartości pomiędzy umowną wartością condonieruchomości, a rzeczywistą wartością condonieruchomości LUWCRWC
- luka między umownym rocznym przychodem, a rzeczywistym hipotetycznym rocznym przychodem LUPRP

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, zastosowano narzędzie pomagające ocenić, czy inwestycja w określonym przedziale czasowym, dla określonego parametru jest bardziej, bądź mniej opłacalna.

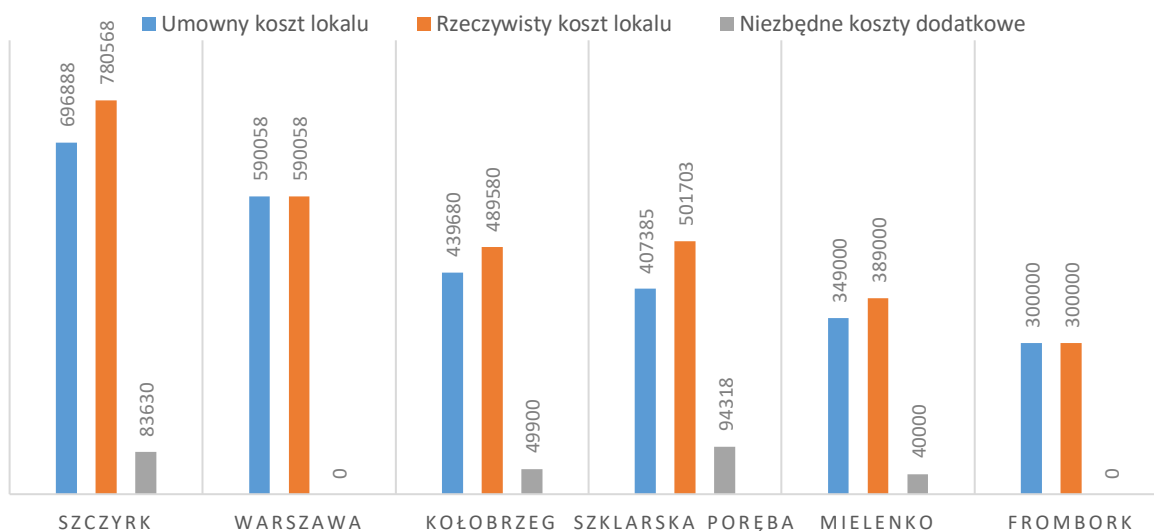
Drzewo decyzyjne - metoda klasyfikacji danych oraz wspomaganie decyzji wyboru

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.



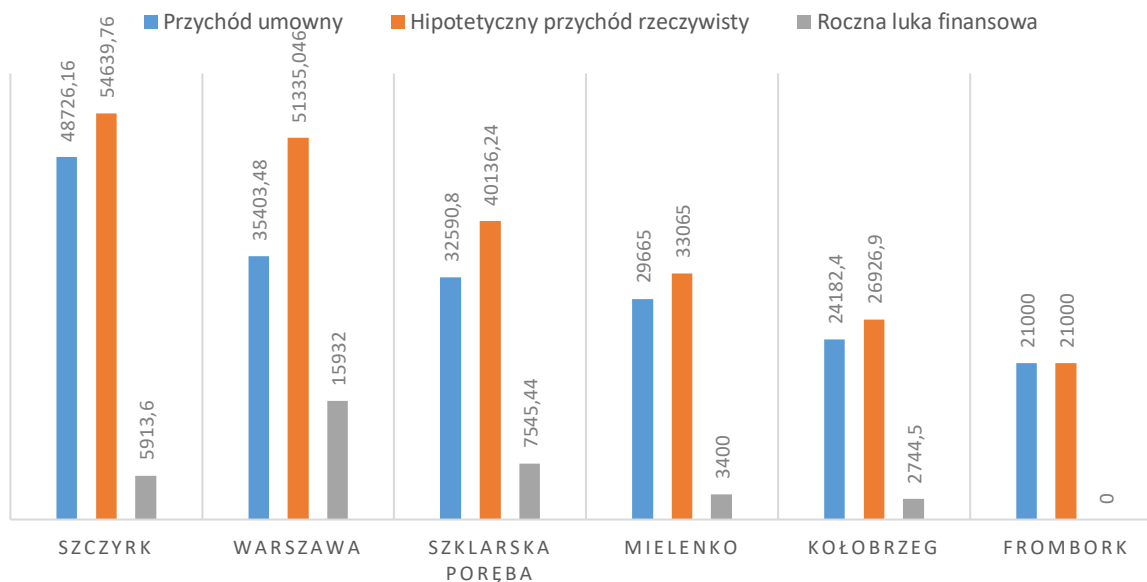
Rys. 1 Drzewo decyzyjne -metoda klasyfikacji danych oraz wspomaganie decyzji wybo

4. Wybrane wyniki badań



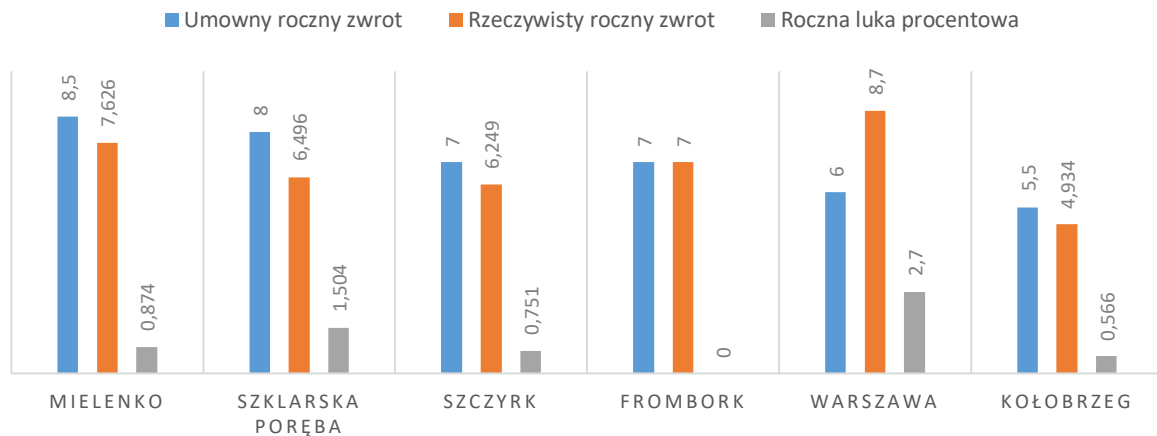
Rys.2 Ceny zakupu badanych condonieruchomości.

Zaobserwowano konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów podczas zakupu condonieruchomości. Najczęściej na zakup wyposażenia i miejsca parkingowego



Rys.3 Przychody roczne dla wybranych condonieruchomości

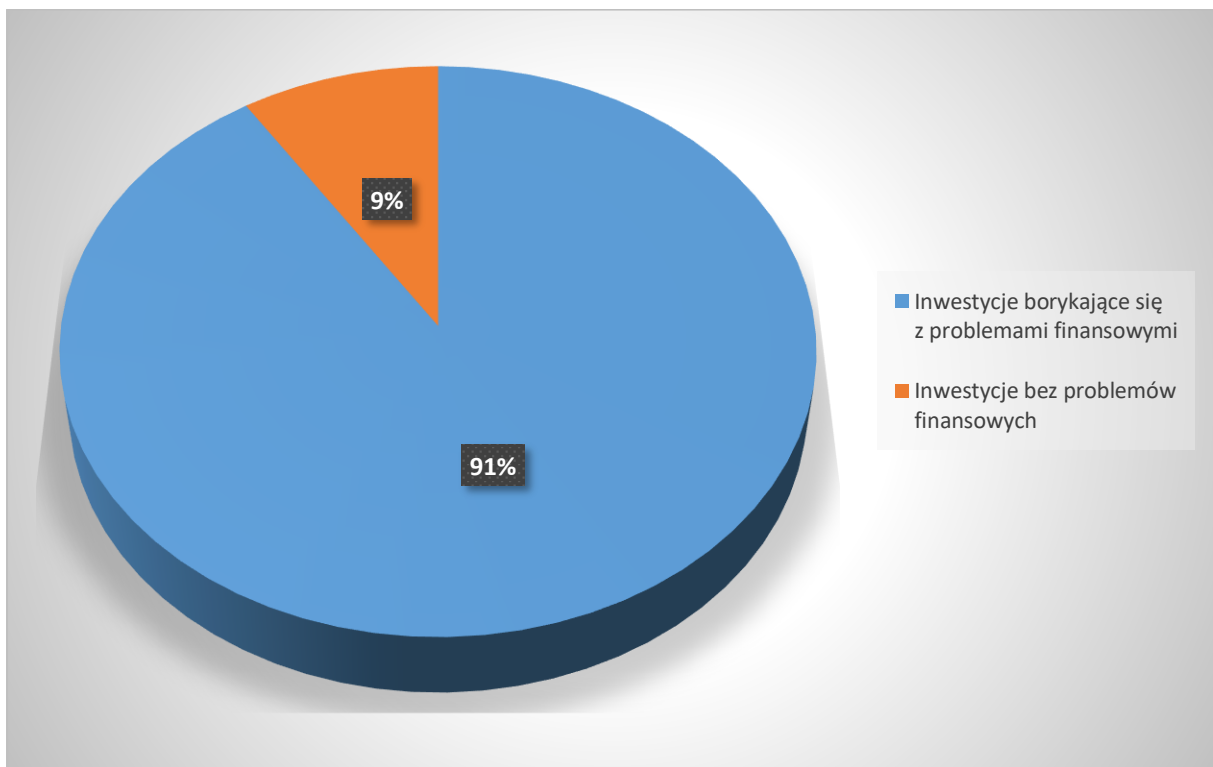
Zaobserwowano, że przychód umowny jest wypłacany nie od całości inwestycji, a jedynie od ceny nieruchomości



Rys. 4 Roczne stopy zwrotu dla badanych inwestycji

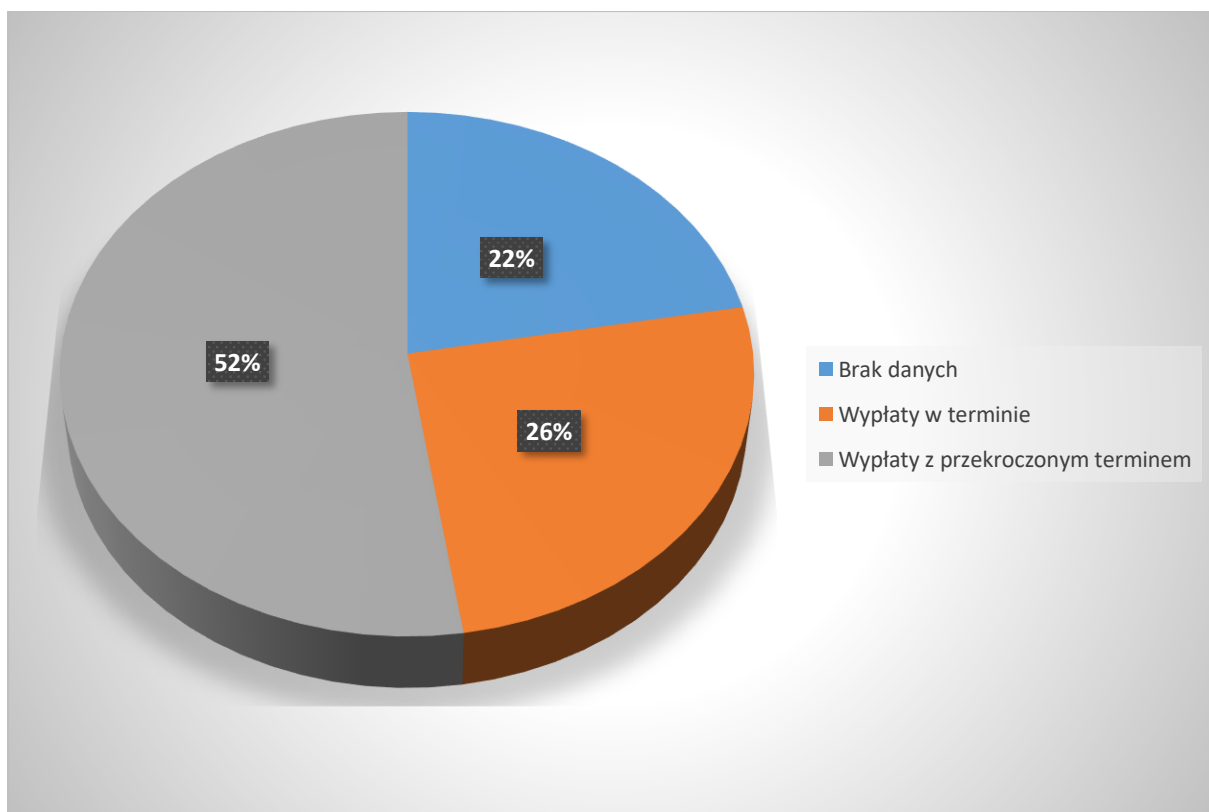
Zauważono, że wypłacany przychód roczny w ujęciu procentowym jest pomniejszany o około 1 p.p. z uwagi na fakt, że nie jest obliczany od całości inwestycji, a jedynie od ceny nieruchomości.

Taki sposób obliczania czynszu powoduje lukę dochodową oraz zjawisko niepracującego kapitału, co pomniejsza zyski inwestora.



Rys.5 Rozkład kondycji finansowej operatorów condonieruchomości

Stwierdzono, że większość operatorów boryka się z problemami finansowymi, dlatego istotnym w procesie inwestycyjnym jest wybór operatora, który gwarantuje zrealizowanie umowy.



Rys.6 Terminowość wypłacanych czynszów

Zauważa się u ponad połowy operatorów nieterminowe realizowanie zobowiązań wynikających z umowy, co dowodzi nierzetelności podmiotów zarządzających tymi nieruchomościami.

5. Układ rozprawy doktorskiej.

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 condojednostek.

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 condojednostkę a deweloperem i operatorem zarządzającym zakupioną jednostką. Skupiono się na pozafinansowych rodzajach ryzyka dotyczących inwestowanie 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 wspomaganą decyzji wyboru condonieruchomości na podstawie drzewa decyzyjnego.

W **rozdziale 6** przeprowadzono analizę dochodowości wybranych condojednostek i przeprowadzono badanie efektywności inwestycji. Przeprowadzono analizę ryzyka w badanych condojednostkach. Poddano analizie atrakcyjność inwestowania w condonieruchomości na tle wybranych instrumentów inwestycyjnych. Przeprowadzono analizy klasyfikacyjne oraz dokonano analizy danych przy zastosowaniu metody wspomaganą decyzji wyboru badanych condojednostek na podstawie drzewa decyzyjnego.

Podsumowanie i wnioski.

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 1 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 condonednostkę (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.

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 1 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. Obliczeń dokonano w odniesieniu do okresu 5, 10, 15 i 20 lat. Biorąc pod uwagę zalecenia wynikające z generalnej zasady stosowania wartości bieżącej netto, 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 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 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 renegocjowania umów i opóźnienia w wypłacaniu 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 osiągnane 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.