

# Joanna Wiśniewska

---

## Podstawowe problemy związane z inwestycjami w nieruchomości

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 1, 81-92

---

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

## STUDIA I PRACE WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA NR 1

JOANNA WIŚNIEWSKA

### PODSTAWOWE PROBLEMY ZWIĄZANE Z INWESTYCJAMI W NIERUCHOMOŚCI

Transformacja systemowa w polskiej gospodarce spowodowała zmianę podejścia do aktywności inwestycyjnej, w wyniku czego nieruchomości stały się nie tylko obiektami technicznymi, ale również rynkowymi, czyli przynoszącymi dochód.

Nieruchomość najczęściej jest utożsamiana z własnością wydzielonego fizycznie i prawnie obszaru ziemi wraz z budynkami, budowlami i innymi elementami (urządzeniami, drzewami i innymi roślinami) na nim wzniesionymi<sup>1</sup>.

Prawne ujęcie tej kategorii pozwala na wyodrębnienie następujących rodzajów nieruchomości<sup>2</sup>:

- a) gruntowe – ten typ obejmuje zarówno grunt niezabudowany jak i zabudowany, nieruchomość zadrzewioną (las, sad) oraz nieruchomość ze złożem kopaliny (np. torfu, piasku) czy zbiornikiem wody stojącej (np. stawem);

---

<sup>1</sup> W Polsce, podobnie jak w większości krajów, nieruchomość jest pojęciem określonym przepisami prawa. Obecnie obowiązująca definicja nieruchomości wynika z artykułu 46 § 1 Ustawy z 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. DzU 1964, nr 16, poz. 93, z późn. zm., oraz uregulowań zawartych w innych przepisach, np. Ustawy z 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece. DzU 2001, nr 124, poz. 1361, z późn. zm., i in.

<sup>2</sup> *Wybrane aspekty finansowania i organizacji rynku nieruchomości*. Red. M. Bryx. SGH, Warszawa 2006, s. 47.

- b) budynkowe<sup>3</sup>;
- c) lokalowe;
- d) rolne.

Z praktyki gospodarczej wynika, że zwykle używana jest inna klasyfikacja nieruchomości. Biorąc pod uwagę sposób wykorzystania, wyodrębnia się następujące nieruchomości (zobacz tabelę 1):

- a) operacyjne – zajmowane przez właściciela na jego potrzeby (wśród nich znajdują się nieruchomości ogólnego przeznaczenia i na cele szczególne, np. rafinerie, huty);
- b) inwestycyjne, których celem jest generowanie dochodu lub zysków kapitałowych z tytułu różnic między ceną zakupu a ceną sprzedaży nieruchomości;
- c) nadmiarowe w stosunku do potrzeb prowadzonej działalności;
- d) zapas handlowy, traktowany jako majątek obrotowy<sup>4</sup>.

Tabela 1

Klasyfikacja nieruchomości przedsiębiorstw według kryterium wykorzystania

Operacyjne					Inwestycyjne			Zapas	
podstawowe			nadmiarowe		czyn- szowe	kapita- łowe	w trakcie budowy	towary	zapasy
Ogólne- go prze- znacze- nia	Przezna- czone na cele szcze- gólne	W trak- cie bu- dowy	Trwale zbędne do dzia- łalności pod- stawo- wej	Miesz- kaniowe i socjal- ne					

Źródło: *Inwestycje na rynku nieruchomości*. Red. H. Henzel. Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2004, s. 34.

<sup>3</sup> Ten typ nieruchomości jest uznawany za fikcję prawną, gdyż grunt i budynek zasadniczo tworzą nierozdzielalną całość. W tym przypadku oddzielanie budynku od gruntu występuje w powiązaniu z prawem wieczystego użytkowania ziemi, gdy np. budynek jest wzniesiony na gruncie należącym do Skarbu Państwa, gminy itp. Por. E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomości w gospodarce rynkowej*. PWN, Warszawa 2006, s. 15.

<sup>4</sup> Por. *Europejskie standardy wyceny*. Wydanie polskie. PFSRM, Warszawa 2000, s. 87–88.

Na korzyści ekonomiczne z każdej wymienionej kategorii nieruchomości wpływ mają inne czynniki. W przypadku nieruchomości operacyjnych korzyści są mierzone na poziomie zagregowanym z uwagi na ścisłe powiązanie określonej nieruchomości z pozostałymi aktywami przedsiębiorstwa. Na ich wielkość wpływają elementy synergii związane ze sposobem organizacji określonej struktury biznesowej. Nieruchomości inwestycyjne i tworzące zapas, nie będąc związane z pozostałymi aktywami przedsiębiorstwa, mogą przynieść korzyści uzależnione wyłącznie od czynników rynkowych o charakterze egzogenicznym.

W gospodarce rynkowej nieruchomości mogą pełnić różne funkcje. Oprócz pierwotnej funkcji użytkowej zwykle wymienia się funkcję rynkową, prawną, dochodową, kredytową, fiskalną i zarządzania.

Głównym motorem podejmowania inwestycji w nieruchomości jest stan rynku, a dokładniej – relacje między istniejącym bądź przewidywanym popytem a podażą określonego rodzaju nieruchomości. Należy zauważyć, że mechanizm równoważenia tego rynku jest nieco bardziej skomplikowany niż na innych tradycyjnych i elastycznych rynkach towarowych<sup>5</sup>.

Do najważniejszych zjawisk i procesów kształtujących współcześnie popyt na nieruchomości w krajach wysoko rozwiniętych można zaliczyć następujące<sup>6</sup>:

- wzrost zamożności społeczeństw i ewolucję struktury ich potrzeb,
- ewolucję funkcji mieszkania,
- zmiany demograficzne i kulturowe,
- zmianę struktury gospodarstw domowych,
- rosnącą urbanizację,
- promieszkaniową politykę rządów,
- rewolucję naukowo-techniczną,
- zmianę struktury podmiotów gospodarczych i stylów zarządzania,
- restrukturyzację gospodarki,
- ewolucję struktury zatrudnienia,
- integrację i globalizację gospodarczą.

---

<sup>5</sup> Por. H. Gawron: *Oplacalność inwestowania na rynku nieruchomości*. Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 41.

<sup>6</sup> Por. *ibidem*, s. 37.

Nieruchomości są podmiotem bezwzględnych praw majątkowych (tzw. praw rzeczowych) i praw względnych (np. zobowiązaniowych)<sup>7</sup>. Prawa te są zróżnicowane z uwagi na przysługującą właścicielowi wyłączność korzystania, czerpania pożytków i rozporządzania nieruchomością. Wśród tego typu praw najsilniejsze jest prawo własności, nieco słabsze prawa rzeczowe i najslabsze prawa zobowiązaniowe.

W prawie zobowiązaniowym można dowolnie kształtować zakres i sposób sprawowania kontroli ekonomicznej nad zasobami nieruchomości. Dzięki temu inwestorzy na rynku nieruchomości mogą wybierać przedmioty inwestowania zgodnie z faktycznymi potrzebami i posiadanymi możliwościami. Inwestowanie na podstawie prawa własności wymaga posiadania wysokiego kapitału stałego, będącego źródłem finansowania oraz potencjału technicznego i technologicznego niezbędnego do utrzymania (eksploatacji) zasobów nieruchomości. Inwestowanie na podstawie słabszych praw niż własność jest zwykle możliwe przy zdecydowanie niższym kapitale, a w niektórych wypadkach może on być zbędny. W takich sytuacjach niezbędny jest potencjał intelektualny zapewniający ochronę władania zasobem na poziomie zapewniającym kontrolę ekonomiczną<sup>8</sup>.

Inwestowanie na rynku nieruchomości może być bezpośrednie (polegające na nabyciu tytułu prawnego) lub pośrednie (nabycie udziałów lub papierów wartościowych emitowanych przez podmioty inwestujące na rynku nieruchomości). Podział inwestycji realizowanych na rynku nieruchomości przedstawiono w tabeli 2.

Stosując kryterium celu inwestycji, inwestorów na rynku nieruchomości można podzielić na:

- a) użytkowników, którzy sami użytkują nieruchomość dla zaspokojenia własnych potrzeb (np. mieszkaniowych czy prowadzenia działalności gospodarczej);
- b) właścicieli, którzy dzierżawią (wynajmują) posiadane nieruchomości celem czerpania z tego tytułu korzyści;

---

<sup>7</sup> Do praw bezwzględnych zalicza się własność, użytkowanie wieczyste oraz tzw. ograniczone prawa rzeczowe, tj. użytkowanie, służebności, własnościowe spółdzielcze prawo do lokalu mieszkalnego, hipoteka. Wśród praw zobowiązaniowych można natomiast wyróżnić najem, dzierżawę, użyczenie, leasing.

<sup>8</sup> Por. *Inwestycje...*, s. 25–26.

- c) spekulantów, którzy posiadają nieruchomość relatywnie krótko; dążą do szybkiego zwrotu kapitału przez intensywną eksploatację nieruchomości bądź sprzedaż w przypadku wzrostu cen;
- d) akcjonariuszy, którzy lokują kapitał w akcje instytucji inwestujących w nieruchomości<sup>9</sup>.

Tabela 2

## Podział inwestycji realizowanych na rynku nieruchomości

Kryterium celu inwestycji	
Inwestycje produkcyjne	Inwestycje lokacyjne
Służące celom produkcyjnym oraz prowadzeniu działalności usługowej	Służące aprecjacji zainwestowanego kapitału i uzyskaniu walorów funkcjonalnych
Kryterium formy inwestowania w nieruchomości	
Inwestycje bezpośrednie	Inwestycje pośrednie
Nieruchomości komercyjne Nieruchomości mieszkaniowe	Spółki nieruchomościowe Fundusze inwestycyjne <ul style="list-style-type: none"> <li>– otwarte fundusze nieruchomości</li> <li>– zamknięte fundusze nieruchomości</li> <li>– leasingowe fundusze nieruchomości</li> </ul>

Źródło: *Inwestycje...*, s. 93.

Wraz z lokatą kapitału w nieruchomości inwestor zwykle oczekuje<sup>10</sup>:

- a) stabilnego wzrostu zainwestowanego kapitału i bezpieczeństwa lokaty;
- b) zysków o charakterze dochodowym i kapitałowym w wypadku inwestycji pośrednich;
- c) dochodów w postaci na przykład czynszów lub opłat w wypadku inwestycji bezpośrednich;
- d) zabezpieczenia ulokowanego kapitału przed spadkiem jego realnej wartości;
- e) uzyskania ulg podatkowych, zabezpieczenia kapitału przed nadmierną konsumpcją;

<sup>9</sup> Por. *ibidem*, s. 91.

<sup>10</sup> Por. E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomość a rynek*. Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 118–121.

- f) „odmrożenia kapitału” przez zaciągnięcie kredytu hipotecznego;
- g) poprawy warunków mieszkaniowych (prowadzenia działalności gospodarczej), zdobycia prestiżu itp.

Bezpośrednie i pośrednie inwestowanie na rynku nieruchomości ma wiele zalet i wad, co syntetycznie zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Zalety i wady inwestycji bezpośrednich i pośrednich na rynku nieruchomości

Zalety	Wady
Inwestycje bezpośrednie	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zabezpieczenie kapitału</li> <li>- Ochrona przed inflacją</li> <li>- Źródło dochodów</li> <li>- Źródło korzyści na etapie rozliczeń z urzędem podatkowym</li> <li>- Odmrożenie kapitału</li> <li>- Element dywersyfikacji portfela</li> <li>- Fizyczna „dotykalsność”</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mała płynność</li> <li>- Konieczność zarządzania</li> <li>- Niepodzielność</li> <li>- Wysoka kapitałochłonność</li> </ul>
Inwestycje pośrednie	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zmniejszona kapitałochłonność</li> <li>- Wysoka płynność</li> <li>- Podzielność</li> <li>- Fachowe zarządzanie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Brak kontroli nad nieruchomością</li> <li>- Wysoka korelacja z rynkiem akcji</li> <li>- Brak fizycznej „dotykalsności”</li> </ul>

Źródło: E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomości...*, s. 192.

Podmiot, decydując się zainwestować na rynku nieruchomości, stoi przed wyborem odpowiedniego segmentu tego rynku. Dla inwestorów instytucjonalnych największe znaczenie na rynku nieruchomości komercyjnych mają: rynek powierzchni biurowych, handlowych, magazynowych oraz rynek inwestycyjny<sup>11</sup>. Z każdym segmentem wiąże się specyficzne ryzyko inwestycyjne. Czynniki będące źródłem ryzyka można podzielić na:

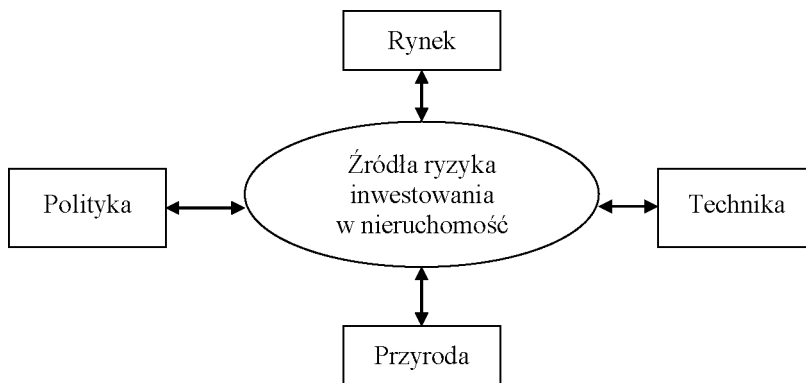
- a) egzogeniczne w stosunku do inwestora (na które nie ma wpływu, ale które powinien uwzględnić w ocenie realnej efektywności inwestycji);

<sup>11</sup> Por. *Inwestycje...*, s. 39.

- b) endogeniczne (które może kształtować dzięki aktywnej działalności)<sup>12</sup>.

Wśród czynników endo- i egzogenicznych wyodrębnić można (zobacz rysunek 1):

- a) rynkowe (np. błędny szacunek, zmienność popytu i stawek dzierżawy powierzchni, konkurencja);
- b) polityczne (wynikające z trudności z przewidzeniem zmian polityki społeczno-gospodarczej i podatkowej);
- c) techniczne (zawodność, zwłaszcza rozwiązań prototypowych zastosowanych w obiektach, trudności z opanowaniem nowych technologii budowy i eksploatacji obiektu itp.);
- d) losowe (np. nadzwyczajne zjawiska przyrody)<sup>13</sup>.



Rys. 1. Źródła ryzyka inwestowania w nieruchomości

Źródło: H. Gawron: *op.cit.*, s. 160.

<sup>12</sup> Por. H. Gawron: *op.cit.*, s. 160.

<sup>13</sup> *Ibidem*.



Różnorodność czynników ryzyka inwestycji w nieruchomości pozwala wyodrębnić między innymi:

- a) ryzyko najemców (niepłacenie czynszu, niewłaściwe zachowanie – dewastacja, brak bieżących remontów i konserwacji);
- b) ryzyko sektorowe (zmiany i wahania cen rynkowych w danym sektorze rynku);
- c) ryzyko budowlane;
- d) ryzyko prawne (zmiany legislacyjne mające wpływ na wartość inwestycji i stopy zwrotu);
- e) ryzyko podatkowe (związane z poprzednią kategorią, polegające na ryzyku wprowadzenia nowych regulacji lub zmian w istniejących przepisach)<sup>14</sup>.

Na rynku nieruchomości poziom ryzyka jest tym wyższy, im silniejszy jest związek danego segmentu tego rynku z miejscem w cyklu koniunkturalnym. Mniejszym ryzykiem są obciążone inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe, a większym w powierzchni biurowe i handlowe. Relatywnie najwyższe jest na rynku nieruchomości przemysłowych. Znajduje to odwzorowanie w poziomach stóp w poszczególnych segmentach rynku nieruchomości<sup>15</sup>. Należy ponadto zauważyć, że wielkość i struktura ryzyka inwestycji w nieruchomości są zróżnicowane w poszczególnych fazach procesu przygotowania i realizacji takich inwestycji (zob. tabelę 4).

Tabela 4

#### Ryzyko inwestycji w nieruchomości i możliwości jego ograniczenia

Krótką charakterystyka ryzyka	Możliwości ograniczania ryzyka
Ryzyko trafności koncepcji	
Związane z trudnościami związanymi z właściwą oceną danych będących podstawą prac nad koncepcją projektu (np. ocena własnych możliwości i umiejętności, przewidywanie przyszłych zdarzeń w otoczeniu)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Sumiennie oszacować własne umiejętności i możliwości</li> <li>– Dobrać doświadczonych partnerów</li> <li>– Systematycznie prowadzić kompleksową analizę rentowności koncepcji projektu</li> <li>– Rozłożyć ryzyko projektu na różnych współpartnerów</li> </ul>

<sup>14</sup> Por. *Inwestycje...*, s. 78–79.

<sup>15</sup> E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomości...*, s. 210.

Ryzyko związane z czasem przygotowania realizacji projektu	
Czas jest istotnym czynnikiem ryzyka wewnętrznego projektu (np. wadliwa organizacja pracy projektantów, harmonogramu przygotowania projektu). Ponadto mogą wystąpić zewnętrzne źródła, np. związane z długotrwałym procesem koordynowania i zatwierdzania projektu, uzyskiwania pozwoleń na budowę	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Profesjonalna organizacja i sterowanie harmonogramem projektu</li> <li>- Regularna komunikacja inwestora z podmiotami uczestniczącymi w przygotowaniu realizacji projektu</li> <li>- Wybór optymalnego czasu przygotowania realizacji projektu</li> <li>- Dobór właściwych partnerów</li> </ul>
Ryzyko związane z procesem uzgodnień i zezwoleń	
Ryzyko jest związane zarówno z możliwością nieotrzymania odpowiednich zezwoleń jak i przedłużaniem się czasu na wydanie decyzji	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wczesna i regularna komunikacja z organami koordynującymi i zatwierdzającymi projekt oraz uwzględnienie konieczności tego typu działań już w fazie tworzenia koncepcji</li> <li>- Właściwa koordynacja prac projektowych z procesem niezbędnych uzgodnień i zatwierdzeń</li> <li>- Budowa pozytywnego image'u projektu oraz różne zabiegi z zakresu <i>public relations</i>, budujące sprzyjające stosunki inwestora z otoczeniem, np. organami administracji samorządowej</li> </ul>
Ryzyko związane z koncepcją finansowania projektu	
Związane jest z właściwym doбором źródeł finansowania, zmiennością sytuacji na rynku kapitałowym (zmiany stóp procentowych, kursów walut) i rynku nieruchomości (np. spadek wysokości czynszów)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Unikać zbyt wczesnego finansowego zaangażowania własnego kapitału (np. w zakup gruntu) przed ostatecznym rozstrzygnięciem źródeł finansowania projektu</li> <li>- Zawierać szybko umowy przedwstępne w sprawie dzierżawy lub sprzedaży lokali w budowanym obiekcie</li> <li>- Rozkładać ryzyko finansowania projektu przez tworzenie złożonych, zdywersyfikowanych systemów finansowania</li> </ul>
Ryzyko związane z gruntem budowlanym	
Wiąże się przede wszystkim z możliwością wystąpienia różnych prawnych obciążeń i ograniczeń w użytkowaniu gruntu, które mogły nie zostać rozpoznane w fazie tworzenia projektu. Ponadto mogą się pojawić trudności i dodatkowe koszty wynikające z niedokładnego rozpoznania właściwości gruntu (np. dotyczące istniejących stosunków hydrologicznych, dopuszczalnego obciążenia, występujących pod powierzchnią ziemi zabytkowych budowli)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kompleksowe badanie właściwości gruntu</li> <li>- Profesjonalne sformułowanie umowy przy zakupie gruntu</li> </ul>

Ryzyko przekroczenia kosztów budowy	
Ma związek z niedokładnym oszacowaniem kosztów, co wynika z długiego okresu przygotowania i realizacji projektu inwestycji w nieruchomości	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Kompleksowe planowanie kosztów nowoczesnymi metodami kosztorysowania</li> <li>– Profesjonalne ukształtowanie kontraktów z projektantami i przedsiębiorcami budowlanymi</li> <li>– Wybór bezpiecznych i doświadczonych partnerów</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie H. Gawron: *op.cit.*, s. 164–167.

Jednym z głównych problemów związanych z inwestycjami na rynku nieruchomości jest dobór właściwych źródeł finansowania. Z uwagi na dużą kapitałochłonność tego typu inwestycji największe znaczenie mają różne formy finansowania długoterminowego. Oprócz samofinansowania konieczne jest również finansowanie zewnętrzne. W literaturze przedmiotu do podstawowych metod finansowania inwestycji w nieruchomości zalicza się kredyt (zwłaszcza hipoteczny), emisję papierów wartościowych o charakterze dłużnym bądź finansowanie tak zwane udziałowe (np. *venture capital*)<sup>16</sup>.

Rozwój rynku finansowego zwiększa możliwości wykorzystania nowoczesnych technik finansowania inwestycji w nieruchomości, alternatywnych do tradycyjnego kredytu. Do nowoczesnych instrumentów finansowania przedsięwzięć na rynku nieruchomości można zaliczyć<sup>17</sup>:

- refinansowanie nieruchomości<sup>18</sup>,
- finansowanie *buy-back*<sup>19</sup>,

<sup>16</sup> Por. *Podstawy zarządzania nieruchomością*. Red. M. Bryx. Poltext, Warszawa 2000, s. 199; E. Zagórska, K. Śmietana: *Kredyt hipoteczny jako źródło finansowania nieruchomości ze szczególnym uwzględnieniem sektora mieszkalnictwa*. Wyższa Szkoła Języków Obcych i Ekonomii, Educator, Częstochowa 2000, s. 13–21; G. Głównka: *Kredyt hipoteczny jako instrument finansowania nieruchomości mieszkaniowych*. W: *Wybrane aspekty...*, s. 85–99.

<sup>17</sup> Por. *Inwestycje...*, s. 111.

<sup>18</sup> Jest to instrument wykorzystywany głównie przez jednostki samorządu terytorialnego, w szczególności gminy. Szerzej zob. K. Czerkas: *Refinansowanie nieruchomości*. „Inwestor” 2002, nr 3, s. 35–38.

<sup>19</sup> W tym przypadku podmiot, który nie jest organizatorem projektu ani realizatorem, podejmuje się jego finansowania. Będąc równocześnie gwarantem spłaty zobowiązań, pozyskuje przyszłych nabywców (lub najemców) nieruchomości. Szerzej na ten temat zob. R. Matkowski: *Nowe formy finansowania inwestycji w nieruchomości a rozwój rynku nieruchomości w Polsce*. W: *Inwestycje w procesie transformacji gospodarki Polski 1990–1999*. Red. W. Karaszewski. UMK, Toruń 2000, s. 151–155.

- finansowanie na zasadach *project finance*<sup>20</sup>,
- leasing nieruchomości<sup>21</sup>.

Pomimo że w przypadku *project finance* czy *buy-back* źródłem spłaty jest projekt, a techniki te można zastosować do finansowania projektów kapitałochłonnych, na dużą skalę i o wysokim stopniu ryzyka, to w Polsce są one stosunkowo mało rozpowszechnione. Podobnie jest z wykorzystaniem leasingu do finansowania nieruchomości.

Inwestycje w nieruchomości wymagają nie tylko kapitału, ale również wykonania wielu czynności w ramach tak zwanego zarządzania. Są to czynności mające na celu zapewnienie właściwej gospodarki ekonomiczno-finansowej nieruchomości, bezpieczeństwa użytkowania i właściwej eksploatacji nieruchomości, w tym bieżącego administrowania, a także utrzymania nieruchomości w odpowiednim stanie technicznym (remonty, modernizacje)<sup>22</sup>.

Specyficzne cechy nieruchomości jako obiektu inwestowania nakazują każdą decyzję inwestycyjną poprzedzić wnikliwą analizą. W zależności od celu i rodzaju realizowanego projektu (inwestycja rzeczowa – produkcyjna, infrastrukturalna, lokacyjna, bądź inwestycja finansowa) inwestor musi uwzględnić różnego rodzaju czynniki, które determinują powodzenie takiej inwestycji. Atrakcyjność nieruchomości jako przedmiotu inwestowania wynika z możliwości uzyskiwania dochodu (na przykład wykorzystując ją do prowadzenia działalności gospodarczej lub z tytułu czynszu), lecz działalność taka jest obciążona ryzykiem, które, jeżeli nie zostanie odpowiednio oszacowane i ograniczone, może w zasadniczy sposób wpłynąć na osiągnięte wyniki.

---

<sup>20</sup> Głównym, akceptowanym przez kredytodawcę źródłem spłaty kredytu jest nadwyżka finansowa generowana przez projekt. Pierwotnym zabezpieczeniem są zaś aktywa posiadane lub powstałe w wyniku realizacji projektu. W tym przypadku wartość rynkowa projektu powinna odpowiadać wysokości zaangażowanych środków finansowych. Podmiot finansujący oczekuje, że projekt zakończy się powodzeniem, a wygenerowane w jego toku zyski będą podstawą do spłaty kapitału. Szerzej na ten temat zob. K. Czerkas: *Project Finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności developerskiej*. Twigger, Warszawa 2002; D. Trojanowski, G. Mikołajczyk: *Finansowanie projektów inwestycyjnych na rynku nieruchomości komercyjnych na podstawie project finance*. W: *Inwestycje i nieruchomości. Teoria i praktyka*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004, s. 399–411.

<sup>21</sup> Szerzej na temat leasingu nieruchomości zob. K. Milewska: *Leasing nieruchomości. Sposób na nowe inwestycje*. „Rzeczpospolita”, dodatek „Leasing w Polsce” z 25.04.2000, s. 8–9; H. Gawron: *op.cit.*, s. 122–124; E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomości...*, s. 178–180.

<sup>22</sup> Zgodnie z Ustawą o gospodarce nieruchomościami z 21 sierpnia 1997 r. Tekst jednolity DzU 1997, nr 46, poz. 543, z późn. zm.

**THE MAIN PROBLEMS WITH REAL-ESTATE INVESTMENTS****Summary**

The transformation in Polish economy made some changes in investments activity. The real-estate became not only technical but also market objects, which can create income. The main aim of this paper is to point out the principal problems with real-estate investments, regarding risks, financing and management. The latest observations show the attractiveness of real-estate investments in Poland, but the characteristic of such kind of investments demands caution and insightful analyses preceding process of making decision.

*Translated by Joanna Wiśniewska*