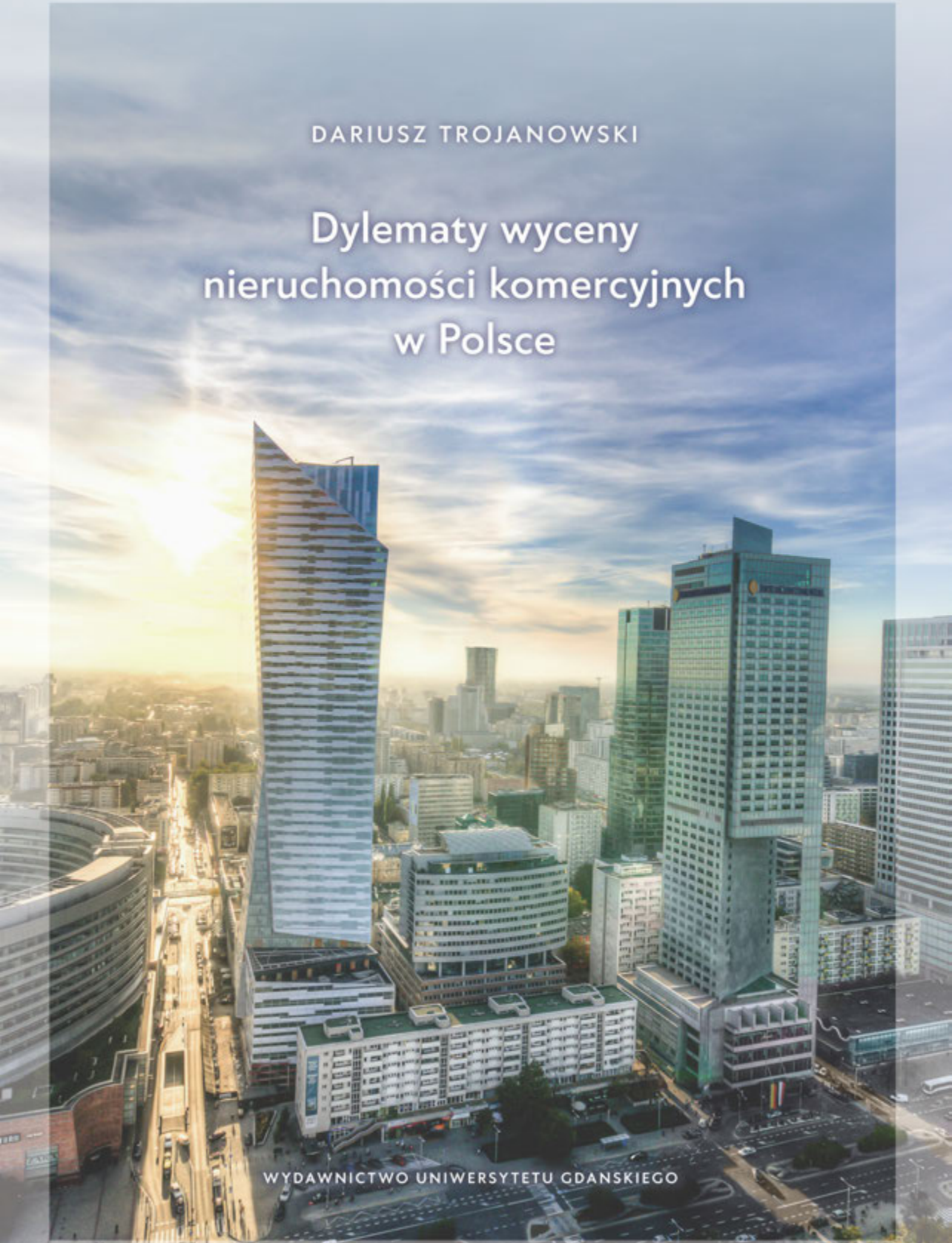
DARIUSZ TROJANOWSKI

Dylematy wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce



WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU GDAŃSKIEGO

Dylematy wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce

DARIUSZ TROJANOWSKI

Dylematy wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce

WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU GDAŃSKIEGO

GDAŃSK 2019

Recenzja
dr hab. Iwona Foryś, prof. US

Redakcja, skład i łamanie
Violet Design / Wioletta Kowalska

Projekt okładki i stron tytułowych
Karolina Zarychta
www.karolined.com

Na okładce
zdjęcie z zasobów skitterphoto.com (na prawach wolnego dostępu)

Publikacja dofinansowana z działalności statutowej Wydziału Zarządzania oraz Katedry Inwestycji i Nieruchomości Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-7865-814-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel./fax 58 523 11 37, tel. 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
www.wyd.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. 58 523 14 49; fax 58 551 05 32

Spis treści

Wykaz skrótów 9

Wstęp 11

Rozdział 1
Istota nieruchomości komercyjnej 17
1.1. Definicja nieruchomości i jej wieloaspektowe ujęcie 17
1.1.1. Prawne ujęcie nieruchomości 18
1.1.2. Użytkowe ujęcie nieruchomości 21
1.1.3. Inwestycyjne ujęcie nieruchomości 27
1.2. Pojęcie i cechy nieruchomości komercyjnych jako obiektu wyceny 33
1.2.1. Pojęcie nieruchomości komercyjnych 33
1.2.2. Cechy nieruchomości komercyjnych 36
1.3. Formy władania nieruchomościami komercyjnymi 41
1.3.1. Prawa zbywalne 42
1.3.1.1. Własność 42
1.3.1.2. Użytkowanie wieczyste 44
1.3.1.3. Spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu 46
1.3.2. Prawa czynszowe 48
1.3.2.1. Najem 48
1.3.2.2. Dzierżawa 52
1.3.2.3. Rodzaje czynszów 55
1.4. Specyfika rynku nieruchomości komercyjnych 61

Rozdział 2
Wartość nieruchomości w procesie wyceny – elementy teorii 69
2.1. Pojęcie wartości i wartości nieruchomości 69
2.2. Rodzaje wartości nieruchomości w procesie wyceny 75
2.2.1. Wartość rynkowa 75
2.2.2. Wartość rynkowa czynszu 86
2.2.3. Wartość odtworzeniowa 88
2.2.4. Wartość godziwa 89
2.2.5. Wartość indywidualna 92
2.2.6. Wartość bankowo-hipoteczna 94
2.3. Porównanie różnych form wartości nieruchomości w aspekcie ich wyceny 95

Rozdział 3
Ekonomiczno-prawne uwarunkowania wyceny nieruchomości w Polsce 99
3.1. Regulacje prawne zawodu rzeczoznawcy majątkowego w Polsce 99
3.2. Uwarunkowania prawne i normy zawodowe dotyczące wyceny nieruchomości 101
3.3. System wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce 104
3.3.1. Cele wyceny 104
3.3.2. Proces wyceny nieruchomości 105
3.3.2.1. Identyfikacja problemu 108
3.3.2.2. Analiza rynku 117
3.3.2.3. Wybór metody wyceny 127
3.3.2.4. Szacowanie nieruchomości 142
3.3.2.5. Sporządzenie opinii 143

Rozdział 4
Analiza i ocena podejścia dochodowego w procesie wyceny nieruchomości komercyjnych 147
4.1. Wykorzystanie podejścia dochodowego w praktyce polskich rzeczoznawców majątkowych 147
4.2. Fundamenty podejścia dochodowego 151
4.2.1. Rachunek strumieni dochodów stosowany w wycenie nieruchomości 151
4.2.1.1. Pośrednie i bezpośrednie modelowanie strumieni dochodów czynszowych 151
4.2.1.2. Rachunek dochodów czynszowych z nieruchomości 153
4.2.1.3. Pogłębiony rachunek dochodów stosowany w ocenie opłacalności inwestycji 157
4.2.1.3.1. Przepływy pieniężne dla dostawców kapitału własnego 158
4.2.1.3.2. Przepływy pieniężne dla wszystkich dostawców kapitałów 161
4.2.2. Dyskontowanie jako podstawa wyceny nieruchomości w podejściu dochodowym 163
4.2.3. Typologia stóp zwrotu stosowanych w rachunku wyceny nieruchomości 168
4.2.3.1. Podział stóp zwrotu z nieruchomości z punktu widzenia okresu inwestycji 168
4.2.3.2. Podział stóp zwrotu z nieruchomości z punktu widzenia inwestora 171
4.2.3.3. Podział stóp zwrotu z nieruchomości z punktu widzenia rodzaju czynszu 173
4.2.3.4. Nominalna i realna stopa procentowa 176
4.2.3.5. Podział stóp zwrotu z nieruchomości z punktu widzenia rodzaju uwzględnianego ryzyka 177
4.2.3.6. Podział stóp zwrotu z punktu widzenia zakresu wyceny 183
4.2.1. Uzasadnienie zasady współmierności w wycenie nieruchomości 185
4.3. Metodyka wyceny nieruchomości komercyjnych 203
4.3.1. Metoda inwestycyjna 203

4.3.1.1. Technika dyskontowania strumieni dochodów 204
4.3.1.2. Technika kapitalizacji prostej 219
4.3.1.3. Wyrafinowane techniki kapitalizacji 223
4.3.2. Metoda zysku 231

Rozdział 5
Problemy szacowania stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej w wycenie nieruchomości 237
5.1. Polskie doświadczenia w szacowaniu stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej 237
5.2. Konstrukcja stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej 241
5.3. Sposoby wyznaczania stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej 244
5.3.1. Sposób wyznaczania stopy kapitalizacji na podstawie dowodów rynkowych 244
5.3.2. Sposób wyznaczania stopy dyskontowej na podstawie dowodów rynkowych 250
5.3.3. Sposób wyznaczania stopy kapitalizacji na podstawie dowodów rynkowych na ograniczonym rynku nieruchomości 253
5.3.4. Sposób wyznaczania stopy kapitalizacji na podstawie wskaźnika pokrycia długu 256
5.3.5. Sposób wyznaczania stopy dyskontowej/kapitalizacji metodą sumowania ryzyka 257
5.3.5.1. Stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka jako stopa bazowa 260
5.3.5.2. *Prime yield* jako stopa bazowa 262
5.3.5.3. Stopa kapitalizacji/dyskontowa z nieruchomości porównywalnej jako stopa bazowa 262
5.3.5.4. Premia za ryzyko 264

Rozdział 6
Aplikacja modelu wyznaczania stopy dyskontowej opartego na formule *WACC* do wyceny nieruchomości 275
6.1. Koncepcja wyznaczania stopy dyskontowej z wykorzystaniem formuły *WACC* 275
6.1.1. Specyfika wyznaczania stopy dyskontowej za pomocą modelu wyceny aktywów kapitałowych 275
6.1.2. Specyfika wyznaczania stopy dyskontowej za pomocą formuły średniego ważonego kosztu kapitału 279
6.2. Wyznaczenie *CAPM* dla inwestycji w sektor nieruchomości 284
6.2.1. Stopa wolna od ryzyka 284
6.2.2. Współczynnik Beta 285
6.2.2.1. Beta sektorowa 285
6.2.2.2. Beta odlewarowana i lewarowana 289
6.2.3. Premia za ryzyko 291
6.3. Wyznaczenie *WACC* dla inwestycji w sektor nieruchomości 293
6.3.1. Koszt długu 293
6.3.2. Struktura kapitałów 296
6.4. Dostosowanie stopy *WACC* do wyceny nieruchomości 297
6.5. Uwzględnienie specyficznego ryzyka wycenianej nieruchomości 299

6.5.1. Uwzględnienie w stopie dyskontowej ryzyka sektora rynku nieruchomości 300
6.5.2. Uwzględnienie w stopie dyskontowej ryzyka lokalizacji ogólnej 302
6.5.3. Uwzględnienie w stopie dyskontowej ryzyka lokalizacji szczegółowej 303
6.5.4. Uwzględnienie w stopie dyskontowej ryzyka standardu obiektu 305
6.5.5. Uwzględnienie w stopie dyskontowej ryzyka warunków umów i jakości najemców 306
6.5.6. Uwzględnienie w stopie dyskontowej ryzyka stanu technicznego budynków 307
6.6. Procedura wyceny nieruchomości z wykorzystaniem stopy dyskontowej wyznaczanej z formuły *WACC* 309

Zakończenie 313

Spis literatury 319

Spis Aktów Prawnych 329

Spis źródeł internetowych 331

Spis tabel 333

Spis rysunków 337

Załączniki 339
Załącznik 1. Normy i standardy dotyczące pomiaru powierzchni stosowane w polskiej praktyce 340
Załącznik 2. Przykłady porównawczych jednostek miary 342
Załącznik 3. Przykłady struktur opinii dotyczących wyceny nieruchomości komercyjnych 344
Załącznik 4. Wybrane przykłady kategoryzacji (podziału) wartości rynkowej nieruchomości w polskich przepisach prawa 345
Załącznik 5. Proces wyceny według *Międzynarodowych Standardów Wyceny* 347
Załącznik 6. Proces wyceny według trzynastej edycji *The Appraisal of Real Estate* 348
Załącznik 7. Przykładowy rachunek dochodu operacyjnego z uwzględnieniem polskiej normy w dwóch ujęciach wydatków operacyjnych 349
Załącznik 8. Rachunek wyceny obrazujący brak wpływu kategorii wynikowej (*EDB* czy *DON*) na wartość nieruchomości 350
Załącznik 9. Raport z badania ankietowego 353
Załącznik 10. Weryfikacja formuły służącej wyznaczaniu stopy dyskontowej dla potrzeb wyceny nieruchomości komercyjnych opartej na *WACC* 366

Wykaz skrótów

CAPM – model wyceny aktywów kapitałowych (ang. *capital asset pricing model*)
CIT – podatek dochodowy od osób prawnych (ang. *corporate income tax*)
CPI – Consumer Price Index
DCF – metoda dyskontowania przepływów pieniężnych
DON – dochód operacyjny netto
Dz. U. – Dziennik Ustaw
Dz. Urz. UE – Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
EBIT – zysk operacyjny przed obliczeniem odsetek i podatku dochodowego (ang. *earnings before deducting interest and taxes*)
EBITDA – zysk operacyjny przed odliczeniem odsetek, podatku dochodowego i amortyzacji (ang. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*)
EDB – efektywny dochód brutto
ESW – Europejskie Standardy Wyceny
FCFE – przepływ pieniężny dla dostawców kapitału własnego (ang. *free cash flow to equity*)
FCFF – przepływ pieniężny dla wszystkich dostawców kapitału (ang. *free cash flow to firm*)
GLA – powierzchnia do wynajęcia brutto (ang. *gross leasable area*)
IRR – wewnętrzna stopa zwrotu
k.c. – ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn.: Dz. U. z 2018 r. poz. 1025)
KNF – Komisja Nadzoru Finansowego
KSWP – Krajowy Standard Wyceny Podstawowy
MSR – Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
MSSF – Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
MSW – Międzynarodowe Standardy Wyceny
NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu (ang. *net operating profit after tax*)
PFSRM – Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych

PKZW	–	Powszechne Krajowe Zasady Wyceny
r	–	stopa dyskontowa
R	–	stopa kapitalizacji
r.w.n.o.s.	–	rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzenia operatu szacunkowego (Dz. U. Nr 207, poz. 2109 ze zm.)
SOU	–	sposób optymalnego użytkowania nieruchomości
u.g.n.	–	ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (tekst jedn.: Dz. U. z 2018 r. poz. 2204 ze zm.)
u.r.	–	ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn.: Dz. U. z 2019 r. poz. 351 ze zm.)
u.w.l.	–	ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali (tekst jedn.: Dz. U. z 2018 r. poz. 716 ze zm.)
WACC	–	średni ważony koszt kapitału (ang. *weighted average cost of capital*)
WOP	–	wydatki operacyjne

Wstęp

Współcześnie w naszym kraju i na świecie obserwuje się procesy społeczne i gospodarcze stawiające przed naukami ekonomicznymi nowe wyzwania, które wymagają poznania. Narasta napięcie między posiadaną wiedzą a potrzebami sfery realnej w wyjaśnianiu i rozwiązywaniu coraz bardziej skomplikowanych problemów społeczno-gospodarczych zarówno w wymiarze narodowym, międzynarodowym, jak i globalnym. Te szczególne warunki inspirują ekonomistów do dyskusji wokół kwestii natury fundamentalnej, a także dotyczących nowego spojrzenia na treści podstawowych kategorii ekonomicznych, zjawisk ekonomicznych i procesów decyzyjnych oraz ich uściślenia.

Procesy wyceny dóbr i usług są immanentnie związane z gospodarką i rynkiem. Dotyczą one zarówno zakupu dóbr codziennego użytku, jak i dóbr inwestycyjnych, w tym nieruchomości. Wyceny nieruchomości dokonują inwestorzy na własny użytek oraz profesjonaliści, którymi są rzeczoznawcy majątkowi.

Dynamika rynku nieruchomości rozumiana w ujęciu lokalnym, krajowym i międzynarodowym sprawia, że jedną z kluczowych kwestii jego racjonalnego rozwoju jest obiektywizacja wyceny nieruchomości. Złożoność rynku nieruchomości, wielość i specyfika rodzajów nieruchomości przekładają się na proces ich wyceny. Szczególnie złożonym i ciągle dyskutowanym problemem jest wycena nieruchomości komercyjnych w Polsce. Rozwój rynku nieruchomości inspiruje do badania jego funkcjonowania, w tym także wyceny.

Wśród praktyków oraz naukowców trwa dyskusja na temat wymogów poprawności wyceny nieruchomości. Dyskusja ta dotyczy różnych zagadnień, zarówno szczegółowych, jak i fundamentalnych. Chociaż wydaje się, że zagadnienia te zostały już omówione w piśmiennictwie naukowym i ugruntowane w praktyce, to jednak wciąż pojawiają się nowe koncepcje, a stosowane niegdyś rozwiązania poddawane są krytyce. Znamienne jest stwierdzenie E. Kucharskiej-Stasiak, że „świat nieruchomości rządzi się własnymi prawami”[1] i jest ciągle rozpoznawany na gruncie teorii oraz

[1] E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 19.

praktyki. Przejawem tego są również zmiany wprowadzane w kolejnych wydaniach standardów zawodowych zarówno tych o zasięgu międzynarodowym, jak i krajowym. Pokazuje to, że nie rozwiązano ostatecznie problemów wyceny nieruchomości, a środowiska naukowców i praktyków powinny współpracować w rozstrzyganiu coraz to nowych dylematów związanych z wyceną nieruchomości. Dylematy te odnoszą się do kwestii podstawowych, takich jak pojęcie wartości nieruchomości (ich poszczególnych kategorii), a także bardziej szczegółowych, do których można zaliczyć chociażby sposoby kalkulacji dochodów z nieruchomości (np. stosowanie tzw. modelowania pośredniego lub bezpośredniego). Jeden z takich dylematów dotyczy wykorzystywanych w wycenie sposobów wyznaczania stóp zwrotu z inwestycji w nieruchomości. Kwestia ta jest szczególnie istotna w sytuacji dokonywania wyceny w warunkach niedoskonałości rynku nieruchomości charakteryzującej się brakiem dostatecznych i wiarygodnych informacji. Taka sytuacja występuje na wielu lokalnych rynkach nieruchomości w Polsce. Podobne problemy można zaobserwować również w obszarze wyceny przedsiębiorstw. Jednakże w tym zakresie naukowcy dostarczyli rozwiązań, które znalazły zastosowanie w praktyce. Dotyczy to zarówno rozstrzygnięć metodycznych, jak i dostępu do danych wejściowych niezbędnych dla prowadzenia szacunków.

Metody wyceny nieruchomości komercyjnych, przynoszących dochód, są merytorycznie powiązane z metodami dochodowymi wykorzystywanymi w wycenie przedsiębiorstw. Istnieje zatem możliwość aplikacji reguł wyceny przedsiębiorstw w procesie szacowania nieruchomości komercyjnych.

Dla potrzeb badawczych niniejszej pracy przyjęto założenie, że w procesie wyceny nieruchomości komercyjnych w warunkach niedoskonałego rynku należy wykorzystać reguły stosowane w wycenie przedsiębiorstw, zwłaszcza dotyczące szacowania stopy dyskontowej. Specyfika rynku nieruchomości komercyjnych i jego ekonomiczno-prawne uwarunkowania powodują, że jest on niedoskonały pod wieloma względami. Odnosi się to w szczególności do braku odpowiednich i wiarygodnych informacji wykorzystywanych w procesie wyceny. Sprawdzenie tak postawionej hipotezy wymaga identyfikacji problemów, jakie występują w procesie wyceny nieruchomości komercyjnych, a następnie wskazania sposobów ich rozwiązania z wykorzystaniem wiedzy i doświadczeń związanych z wyceną przedsiębiorstw.

Należy podkreślić, iż w zagranicznym piśmiennictwie profesjonalnym i międzynarodowej praktyce wyceny nieruchomości generujących dochód proponuje się szereg różnych technik i sposobów kalkulacji dochodów oraz wiele zróżnicowanych matematycznie stóp zwrotu. Tym samym ujawniają się dylematy dotyczące właściwości, kompletności i poprawności rozwiązań rekomendowanych w Polsce. **W związku z tym naukowe poglądy i rozwiązania praktyczne odnoszące się do wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce wymagają konfrontacji z dorobkiem nauki i praktyki międzynarodowej.**

Wycena nieruchomości prowadzi do określenia jej wartości. Choć aktualnie na skutek regulacji wprowadzonych przez Unię Europejską następuje unifikacja definicji wartości rynkowej nieruchomości, to również w prezentowanym opracowaniu wymagane jest wyjaśnienie istoty tej kategorii, tak ważnej dla gospodarki nieruchomościami.

Głównym celem naukowym pracy jest implementacja wybranych reguł wyceny przedsiębiorstw, zwłaszcza w zakresie wyznaczania stóp dyskontowych, do procesu wyceny nieruchomości komercyjnych. Zamierzeniem autora jest uzupełnienie teorii wartości przez opracowanie formuł umożliwiających zastosowanie w obszarze wyceny nieruchomości rozwiązań sprawdzonych i ugruntowanych w obszarze wyceny przedsiębiorstw.

Tak sformułowany cel pracy nie oznacza, że zamierzeniem autora jest ostateczne rozwiązanie wskazanych dylematów, problemów wyceny nieruchomości komercyjnych, lecz aktywny udział w toczącej się dyskusji na poziomie nauki i praktyki, która ma prowadzić ku racjonalnym rozwiązaniom nakierowanym na obiektywizację procesu wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce.

Dla zachowania przejrzystości wywodu naukowego wyodrębniono cele szczegółowe. Są nimi kolejno:

- uporządkowanie pojęć związanych z procesem wyceny nieruchomości komercyjnych;
- określenie istoty wartości nieruchomości w aspekcie wyceny, z wykorzystaniem wiedzy teoretycznej i doświadczeń praktycznych;
- identyfikacja procesu wyceny nieruchomości z uwzględnieniem ekonomiczno-prawnych uwarunkowań obowiązujących w Polsce;
- analiza i ocena stosowanych przez ekonomistów i innych uczestników rynku nieruchomości sposobów kalkulacji dochodów z nieruchomości;
- kategoryzacja i analiza stóp zwrotu z nieruchomości stosowanych w krajowej i międzynarodowej praktyce.

Proponowane w pracy opinie czy rozwiązania są poprzedzone studiami literatury krajowej i zagranicznej, analizą treści aktów prawnych, wiedzą wynikającą z działalności praktyki gospodarczej oraz własnym zawodowym doświadczeniem.

Przyjęty zakres badań jest merytorycznie szeroki i wieloaspektowy. Dotyka licznych kwestii natury ogólnej i szczegółowej, ważnych, jak się wydaje, w procesie realizacji założonego celu naukowego tej pracy. Podstawą przyjętej koncepcji badań jest przekonanie o złożoności procesu wyceny nieruchomości komercyjnych i dalej próba, za pośrednictwem tej publikacji, wskazania i rozwiązania ważnych, lecz do końca niewyjaśnionych, zaobserwowanych problemów o charakterze teoretycznym i praktycznym. Przyjmując takie założenie, treść pracy koncentruje się wokół podstawowych, fundamentalnych, a także szczegółowych zagadnień związanych z wyceną nieruchomości komercyjnych.

Problem badawczy pracy dotyczy dylematów wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce. Wymaga to już na wstępie wyjaśnienia dwóch kluczowych pojęć niniejszej rozprawy, tj. nieruchomości komercyjnej i wyceny. Nieruchomość komercyjna rozumiana jest jako nieruchomość przynosząca periodyczne dochody pochodzące np. z czynszów, a jej wartości determinowana jest wysokością tego dochodu i ryzykiem jego osiągania. Natomiast wycena stanowi proces (postępowanie) prowadzący do określenia wartości nieruchomości. Proces ten rozumiany jest szeroko i obejmuje takie działania, jak: identyfikacja problemu (w tym przedmiotu, zakresu, celu wyceny), badanie stanu nieruchomości, analiza rynku oraz wybór i zastosowanie właściwej metody. Dla wyceny nieruchomości komercyjnych właściwe jest podejście dochodowe, które zawiera metodę inwestycyjną i metodę zysków. Temat pracy i poruszane w niej problemy sprawiły, że uwagę skoncentrowano na metodzie inwestycyjnej, którą można stosować do takich nieruchomości komercyjnych, jak: biurowce, centra handlowe czy magazyny.

Realizacja założonego celu badawczego wymagała podziału pracy na sześć rozdziałów. W pierwszej kolejności analizowano zagadnienia ogólne dotyczące treści podstawowych kategorii ekonomicznych ważnych dla opracowania, takie jak: pojęcia nieruchomości, nieruchomości komercyjnej, jej wartość i proces wyceny.

Zasadniczy zakres czasowy badań obejmuje lata 2015–2017. Sygnalizowane w opracowaniu uwarunkowania odnoszące się do okresu po 2017 r. mają jedynie charakter informacyjny i nie są przedmiotem gruntownych studiów.

Pierwszy rozdział dotyczy wybranych zagadnień teoretycznych nieruchomości jako przedmiotu wyceny. Nieruchomość scharakteryzowano, rozpatrując ją w różnych ujęciach. Odrębnie zdefiniowano pojęcie nieruchomości komercyjnej, identyfikując jednocześnie jej cechy i akcentując ich wpływ na proces wyceny. Wskazano formy prawne, dzieląc je na prawa zbywalne i czynszowe. Szczególną uwagę poświęcono różnym kategoriom czynszu, istotnym z punktu widzenia dalszych części tego opracowania. Podkreślono odrębność rynku nieruchomości i jego wpływ na proces wyceny. Innymi słowy, proces wyceny nieruchomości wymaga uwzględnienia specyficznych cech rynku, na co wskazywano w tej części pracy.

Rozdział drugi zawiera teoretyczną dyskusję wokół pojęć wartości dobra i wartości nieruchomości. Dokonano charakterystyki różnych kategorii wartości nieruchomości, wśród których najistotniejsza jest wartość rynkowa. Opinie zawarte w tej części pracy odnoszą się przede wszystkim do wartości rynkowej. Istotne jest zatem prawidłowe rozumienie tego pojęcia, które pomimo podejmowanych prób ujednolicenia jest często różnie definiowane. Rozdział zawiera również porównanie odmiennych form wartości nieruchomości. Obok wartości rynkowej analizie poddano kategorie wartości odtworzeniowej, indywidualnej, godziwej oraz bankowo-hipotecznej.

Zważywszy na teoriopoznawczy i aplikacyjny charakter opracowania, wskazano na specyficzność uwarunkowań wyceny wedle polskich zasad. Obowiązujące

w naszym kraju regulacje wpływają na system wyceny nieruchomości i ingerują w metodykę, z tego względu wymagają wyjaśnienia i wskazania ich znaczenia dla wyceny nieruchomości komercyjnych. Zagadnieniom tym poświęcony jest trzeci rozdział. Ta część pracy zawiera istotny dla dalszych rozważań opis procesu wyceny nieruchomości w Polsce. Warto podkreślić, że z uwagi na wyraziste regulacje krajowe problem wdrażania rozwiązań innych państw napotyka na wiele trudności.

Rozdział czwarty koncentruje się na analizie i ocenie podejścia dochodowego w procesie wyceny nieruchomości. Punktem wyjścia są wyniki ankiety przeprowadzonej wśród polskich rzeczoznawców majątkowych w 2016 r. Badanie to dotyczyło praktyk w zakresie stosowania metod zawartych w podejściu dochodowym. W dalszej kolejności opisano podstawy (fundamenty) stosowania podejścia dochodowego do wyceny nieruchomości komercyjnych. Wykorzystano do tego zarówno dorobek krajowej, jak i międzynarodowej nauki oraz praktyki. W tej części opracowania dokonano analizy i oceny różnych rodzajów rachunku strumieni dochodów stosowanych w wycenie inwestycji w nieruchomości komercyjne. Wyjaśniono zagadnienie dyskontowania jako podstawy wyceny nieruchomości komercyjnych. Rozdział zawiera również analizę stóp zwrotu możliwych do stosowania w wycenie nieruchomości. Dokonano klasyfikacji stóp zwrotu i oceniono ich przydatność. Ważną kwestią podejmowaną w tej części pracy jest zasada współmierności, która choć wydaje się rozumiana przez badaczy, to jednak stosowana jest bardzo wybiórczo. Kluczową częścią tego rozdziału jest analiza i ocena użyteczności metod wyceny nieruchomości komercyjnych. Metoda inwestycyjna i metoda zysków, a także techniki w nich wykorzystywane zostały szczególnie zaakcentowane w aspekcie ich poprawności i użyteczności.

Rozdział piąty dotyczy ważnej, ciągle dyskutowanej, kwestii, a mianowicie szacowania stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej wykorzystywanych w wycenie nieruchomości. Dyskusja w tym temacie uwzględnia rodzime doświadczenia w zakresie wyznaczania przedmiotowych stóp. Doświadczenia te wynikają przede wszystkim ze wskazań przepisów prawa oraz dorobku polskich rzeczoznawców opisanego w normach zawodowych. W literaturze międzynarodowej punktem wyjścia dla rozważań na temat metod, sposobów wyznaczania stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej jest konstrukcja tych stóp. W tej części pracy wyjaśniono (przy pomocy wzorów) strukturę stopy kapitalizacji oraz stopy dyskontowej oraz ich wzajemne relacje. W dalszej części rozdziału wskazano i poddano ocenie pięć sposobów wyznaczania stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej, poczynając od metod opartych na dowodach rynkowych, a skończywszy na metodzie sumowania ryzyka.

Aplikacji modelu wyznaczania stopy dyskontowej bazującego na formule *WACC* do wyceny nieruchomości komercyjnych poświęcono rozdział szósty. W pierwszej kolejności przeanalizowano koncepcję wyznaczania stopy dyskontowej za pośrednictwem formuły średniego ważonego kosztu kapitału (*WACC*). Koncepcja

ta wykorzystywana jest przy ocenie opłacalności inwestycji oraz wycenie przedsiębiorstw. W rozdziale wskazano sposób wyznaczenia stopy dyskontowej stanowiącej odpowiednik kosztu kapitału własnego. Sposób ten nazywa się modelem wyceny aktywów kapitałowych (*CAPM*). W dalszej części opisano formułę *WACC* i jej poszczególne elementy. Dalej w rozdziale przedstawiono sposób szacowania poszczególnych składowych modelu wraz ze wskazaniem możliwych do wykorzystania źródeł danych dla potrzeb jego aplikacji do wyceny nieruchomości. W pierwszej kolejności skoncentrowano się na modelu *CAPM*, a następnie koszcie długu i ostatecznie *WACC*. Wynik opisanej metody stanowi pewnego rodzaju uśrednienie stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości. W pracy wskazany został sposób uwzględnienia w szacunkach specyfiki konkretnej nieruchomości. Ostatecznie zaproponowano formułę wyznaczenia stopy dyskontowej do wyceny nieruchomości na podstawie *WACC* oraz skonstruowano procedurę szacowania nieruchomości z jej wykorzystaniem.

Metody badawcze stosowane w opracowaniu dobrano odpowiednio do przyjętych celów badawczych. Teoretyczne elementy pracy wymagały studiów literatury przedmiotu, która została poddana analizie porównawczej i próbie oceny. Autor korzystał w tym zakresie zarówno z literatury polskojęzycznej, jak i anglojęzycznej. Dla potrzeb analizy praktyk stosowanych przez polskich rzeczoznawców majątkowych wykorzystano badania ankietowe, które wymagały skonstruowania odpowiedniego kwestionariusza. W pracy badano rozwiązania stosowane w praktyce wyceny nieruchomości komercyjnych oraz konstruowano nowe wzory. Formuły i rozwiązania wymagały przeprowadzenia matematycznej weryfikacji. Dla potrzeb określenia wskaźników różnicowania ryzyka wykorzystano statystyczne miary średnie oraz odchylenia. Dla zbadania wybranych zjawisko wykorzystano również analizę szeregów czasowych.

Wyniki badań zilustrowano w tabelach i na wykresach popartych komentarzem. W pracy wykorzystano liczne źródła zarówno teoretyczne, jak i praktyczne, a w szczególności: raporty rynkowe firm doradczych, opracowania naukowe oraz publikowane operaty szacunkowe.

Niniejsza książka jest efektem wieloletnich zainteresowań autora realizowanych przez pracę naukową na Uniwersytecie Gdańskim oraz doświadczenia zawodowe.

Rozdział 1

Istota nieruchomości komercyjnej

Kluczowe dla niniejszej pracy jest właściwe pojmowanie nieruchomości komercyjnej, jej istoty jako obiektu prawnego, użytkowego oraz inwestycyjnego. Prawidłowe rozumienie specyfiki nieruchomości komercyjnych wymaga wyjaśnienia szerszego, bardziej ogólnego pojęcia, jakim jest sama nieruchomość. Z tego względu w pierwszej kolejności skoncentrowano uwagę na definicji nieruchomości, a następnie wyjaśniono pojęcie nieruchomości komercyjnej.

1.1. Definicja nieruchomości i jej wieloaspektowe ujęcie

Zarówno w teorii, jak i praktyce nieruchomość jest postrzegana niejednolicie. Wynika to głównie z mnogości funkcji, jakie pełni. Nieruchomość najczęściej kojarzy się z mieszkaniem jako obiektem zaspokajania potrzeb mieszkaniowych i rozumiana jest zwykle przez pryzmat jej cech użytkowych (obiekt użytkowy) istotnych dla konkretnego właściciela. Nieruchomość zaspokaja również potrzeby rekreacyjne i wypoczynkowe (np. park wodny, kino, hotel). Wówczas ważne są te cechy nieruchomości, które odpowiadają za jakość świadczonych w nich usług. Nieruchomości są znaczącym składnikiem aktywów przedsiębiorstw, które wykorzystują je w zakresie przestrzeni biurowej, handlowej, magazynowej itd.

Wobec wielości podejść do kategorii nieruchomości zasadne jest sformułowanie definicji nieruchomości dla potrzeb tego opracowania, z wykorzystaniem przy tym dorobku nauki oraz własnego doświadczenia zawodowego.

Warto na początku przytoczyć definicję nieruchomości zawartą w *Międzynarodowych Standardach Wyceny 2011* oraz *Standardach Wyceny RICS*[1]. Zgodnie

[1] *Międzynarodowe Standardy Wyceny 2011*, Komitet Międzynarodowych Standardów Wyceny, PFSRM, Warszawa 2011, s. 26; *Standardy Wyceny RICS – the Royal Institution of Chartered Surveyors – Standardy Zawodowe*, RICS, Coventry 2012, s. 20.

z przedmiotowymi normami nieruchomość to „grunt oraz wszystkie jego naturalne części składowe (np. drzewa, złoża minerałów) oraz naniesienia – np. budynki, infrastruktura i inne stałe instalacje (np. instalacje wodno-kanalizacyjne i elektryczne doprowadzające media do budynku), znajdujące się zarówno pod ziemią, jak i na jej powierzchni”[2]. Definicja ta odnosi się do nieruchomości jako dobra, lecz nie ma charakteru uniwersalnego[3].

Ważne jest zatem przedstawienie różnych sposobów postrzegania nieruchomości, zaczynając od ujęcia prawnego.

1.1.1. Prawne ujęcie nieruchomości

Prawo istotnie ingeruje w specyfikę towaru, jakim jest nieruchomość. Regulacjom podlega definicja nieruchomości i dotyczące jej formy władania. Prawo w znacznym stopniu reguluje obrót nieruchomościami, a także wpływa na działania związane z przekształceniem nieruchomości (np. podział, przeznaczenie, zabudowa).

Rozwijając treść definicji nieruchomości w wymiarze prawnym, celowe jest w przedmiotowych badaniach położenie akcentu na uwarunkowania formalne wyceny nieruchomości, które powinny być uwzględniane przy określaniu jej wartości.

W art. 46 k.c. wskazano, że nieruchomościami są części powierzchni ziemskiej stanowiące odrębny przedmiot własności (grunty), jak również budynki trwale z gruntem związane lub części takich budynków, jeżeli na mocy przepisów szczególnych stanowią odrębny od gruntu przedmiot własności (definicja kodeksowa)[4].

Zatem z prawnego punktu widzenia nieruchomość to przede wszystkim grunt. Do gruntu mogą przynależeć różne części składowe, do których zalicza się:
- budynki i inne urządzenia trwale z gruntem związane,
- drzewa i inne rośliny od chwili ich zasadzenia lub zasiania,
- prawa związane z własnością nieruchomości[5].

---

[2] *Standardy Wyceny RICS…*, s. 20.

[3] Dla przykładu w Polsce kwestie własności (a zatem przynależności do nieruchomości) stałych instalacji regulują odrębne przepisy prawa, które stanowią, że urządzenia służące do doprowadzania lub odprowadzania płynów, pary, gazu, energii elektrycznej oraz inne urządzenia podobne nie należą do części składowych nieruchomości, jeżeli wchodzą w skład przedsiębiorstwa. Oznacza to, że o tym, co wchodzi w skład nieruchomości, decydują regulacje prawne, które mogą być odmienne w różnych krajach.

[4] R. Strzelczyk, *Prawo nieruchomości*, wyd. 2, C.H.Beck, Warszawa 2012, s. 3.

[5] Z reguły wycena nieruchomości obejmuje grunt wraz z jego częściami składowymi. Jednakże w szczególnych przypadkach może być określona wartość wybranej części nieruchomości, przykładowo fragmentu gruntu (np. jednej z dziesięciu działek, z których składa się nieruchomość), obiektu budowlanego bez uwzględnienia gruntu lub też gruntu z pominięciem wzniesionych na nim budynków. Wycena może dotyczyć też innych praw związanych z własnością nieruchomości, np. prawa dzierżawy. Przypadki takie będą jednakże wynikały z celu, jakiemu służy określenie wartości lub potrzeb zamawiającego wycenę nieruchomości. Natomiast rzeczoznawca, wyceniając nieruchomość, zobligowany jest rozpatrywać ją

W definicji kodeksowej wskazano również, że nieruchomość stanowi przedmiot własności. Oczywiście w Polsce występują inne prawne formy władania nieruchomościami, jednakże własność jest nadrzędna[6]. Inne formy władania, ważne z punktu widzenia wyceny nieruchomości komercyjnych, zostaną omówione w dalszej części pracy.

Definicja kodeksowa stanowi ponadto, że nieruchomościami są grunty, a również w szczególnych przypadkach uregulowanych w przepisach prawa nieruchomościami mogą być budynki lub ich części. Zatem z art. 46 k.c. wynika przedmiotowy podział nieruchomości, w ramach którego wyróżniamy nieruchomości gruntowe, budynkowe i lokalowe.

Nieruchomość gruntowa jest dodatkowo zdefiniowana w art. 4 pkt 1 u.g.n. jako grunt wraz z częściami składowymi, z wyłączeniem budynków i lokali, jeżeli stanowią odrębny przedmiot własności.

Z pojęciem nieruchomości gruntowej wiążą się pojęcia działki gruntu oraz działki budowlanej. Przez działkę gruntu należy rozumieć niepodzieloną, ciągłą część powierzchni ziemskiej stanowiącą część lub całość nieruchomości gruntowej (art. 4 pkt 3 u.g.n.). Oznacza to, że jedna nieruchomość gruntowa może składać się z jednej działki gruntu lub wielu takich działek. Co ważne, działki stanowiące części składowe nieruchomości nie muszą ze sobą graniczyć (do siebie przylegać), by stanowiły jedną nieruchomość z punktu widzenia prawa (odrębnie położone działki mogą być wpisane do jednej księgi wieczystej). Co więcej, działki te nie muszą stanowić całości gospodarczej (funkcjonalnej)[7].

Z definicji nieruchomości gruntowej wynika, iż odnosi się ona zarówno do gruntów niezabudowanych, jak i zabudowanych. Budynki trwale z gruntem związane stanowiące własność właściciela gruntu nie stanowią nieruchomości budynkowej, a jedynie część składową gruntu (nieruchomości gruntowej). Oznacza to, że nieruchomość budynkowa będzie występowała w sytuacji, gdy budynek stanowi przedmiot odrębnej od gruntu własności. Z takimi przypadkami mamy do czynienia przy prawie użytkowania wieczystego. Budynek stojący na gruncie oddanym w użytkowanie wieczyste, zgodnie z polskim prawem, jest własnością użytkownika wieczystego. Z kolei grunt oddany w użytkowanie wieczyste może stanowić własność wyłącznie Skarbu Państwa lub gminy. Występuje wówczas oddzielenie własności budynku od

---

jako przedmiot sprzedaży i analizować jej stan użytkowy i prawny. Z analizy będzie wynikało, jakie części wchodzą w skład nieruchomości lub jej fragmentu, który ma być przedmiotem hipotetycznej (zakładanej dla potrzeb wyceny) transakcji.

[6] Przejawia się to między innymi tym, że w umowach sprzedaży (aktach notarialnych) dotyczących nieruchomości notariusze często nie wskazują formy władania, jeżeli jest nią własność, ponieważ wynika ona z przedmiotowej definicji kodeksowej.

[7] Z prawnego ujęcia nieruchomości wynika zatem, że przedmiotem wyceny może być cała nieruchomość gruntowa, a także jej część w postaci wydzielonej działki lub też udziału we współwłasności nieruchomości.

własności gruntu. Oznacza to, że budynek stojący na gruncie oddanym w użytkowanie wieczyste stanowi nieruchomość budynkową[8]. Nieruchomość budynkowa wystąpi, gdy użytkownik wieczysty wzniesie budynek lub też gdy w użytkowanie wieczyste zostanie oddany grunt zabudowany.

Z punktu widzenia wyceny nieruchomościami istotne jest, że cena oraz wartość nieruchomości budynkowej uwzględniają również prawo do gruntu[9]. Nie jest bowiem możliwe zbycie nieruchomości budynkowej bez prawa do gruntu (prawa użytkowania wieczystego). Dla nieruchomości budynkowej, jaka powstaje w konsekwencji prawa użytkowania wieczystego, nie prowadzi się odrębnej księgi wieczystej. Prawo własności do budynku oraz prawo użytkowania wieczystego do gruntu są ujawnione w księdze wieczystej nieruchomości gruntowej[10].

Trzecią grupę nieruchomości wyróżnianych w definicji kodeksowej stanowią lokale. Tej kategorii nieruchomości dotyczy odrębny akt prawny w postaci ustawy o własności lokali. W ustawie tej zdefiniowano pojęcie samodzielnego lokalu mieszkalnego. Definicję tę należy stosować odpowiednio także do samodzielnych lokali o przeznaczeniu innym niż mieszkaniowe. Samodzielnym lokalem mieszkalnym jest wydzielona trwałymi ścianami w obrębie budynku izba lub zespół izb przeznaczonych na stały pobyt ludzi, które wraz z pomieszczeniami pomocniczymi służą zaspokajaniu ich potrzeb mieszkaniowych (art. 2 ust. 2 u.w.l.). Do lokalu mogą przynależeć, jako jego części składowe, pomieszczenia, a w szczególności piwnica, strych, komórka, garaż, zwane „pomieszczeniami przynależnymi". Z własnością każdej nieruchomości lokalowej związany jest również udział w tzw. nieruchomości wspólnej[11]. Nieruchomość wspólną stanowi grunt oraz części budynku i urządzenia, które nie służą wyłącznie do użytku właścicieli lokali. Oznacza to, że z własnością lokalu związane są dwie księgi wieczyste, tj. odrębna księga wieczysta dla lokalu oraz księga wieczysta dla nieruchomości gruntowej (dla gruntu, na którym posadowiony jest budynek, w jakim wyodrębniono lokale).

Odrębną własność lokali (nieruchomość lokalowa) można ustanowić w trzech przypadkach przewidzianych przepisami prawa, do których należą: zawarcie umowy, np. sprzedaży, wykonanie jednostronnej czynności prawnej właściciela nieruchomości oraz orzeczenie sądu znoszącego współwłasność.

---

[8] W polskim prawie występują jeszcze inne, poza użytkowaniem wieczystym, przypadki, w których wyodrębnia się nieruchomość budynkową. Pisze o nich m.in. S. Brzeszczyńska, *Nieruchomości. Aspekty podatkowe i cywilnoprawne*, C.H.Beck, Warszawa 2012, s. 25.

[9] Mogą wystąpić szczególne przypadki, w których wycena swoim zakresem będzie obejmowała wyłącznie prawo do budynku (pomijając grunt) lub do gruntu (pomijając budynek).

[10] Więcej na temat praw użytkowania wieczystego wskazano w pkt 1.3.1.

[11] Udział właściciela lokalu wyodrębnionego w nieruchomości wspólnej odpowiada stosunkowi powierzchni użytkowej lokalu wraz z powierzchnią pomieszczeń przynależnych do łącznej powierzchni użytkowej wszystkich lokali wraz z pomieszczeniami do nich przynależnymi. Udział właściciela samodzielnych lokali niewyodrębnionych w nieruchomości wspólnej odpowiada stosunkowi powierzchni użytkowej tych lokali wraz z powierzchnią pomieszczeń przynależnych do łącznej powierzchni użytkowej wszystkich lokali wraz z pomieszczeniami do nich przynależnymi.

Liczne prace publikowane po 1990 roku odnoszą się do podejścia porównawczego w wycenie nieruchomości, analiz rynku mieszkaniowego, nieliczne natomiast dotyczą nieruchomości niemieszkalnych, umownie nazywanych komercyjnymi. Zwłaszcza wycena tych nieruchomości nastręcza wielu trudności metodycznych i aplikacyjnych. Liczę, iż oceniana monografia przyczyni się zarówno do szerszej dyskusji środowiskowej rzeczoznawców majątkowych na temat podejścia dochodowego, jak również rozpowszechni wybrane reguły wyceny przedsiębiorstw i ich aplikacyjne walory w wycenie nieruchomości komercyjnych. Stanowi to nowatorskie podejście do problemu wyceny nieruchomości komercyjnych, wzbogacające metodykę wyceny tych nieruchomości o kolejne praktyczne narzędzia i rozwiązania.

Z recenzji dr hab. Iwony Foryś, prof. US

Wydawnictwo
Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-7865-814-6