

**Dylematy wyceny
nieruchomości komercyjnych
w Polsce**

DARIUSZ TROJANOWSKI

**Dylematy wyceny
nieruchomości komercyjnych
w Polsce**

WYDAWNICTWO UNIwersYTETU GDAŃSKIEGO

GDAŃSK 2021

Recenzja
dr hab. Iwona Forys, 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 978-83-8206-138-3

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. <i>Prime yield</i> 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 wyznaczonej 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 <i>Międzynarodowych Standardów Wyceny</i>	347
Załącznik 6. Proces wyceny według trzynastej edycji <i>The Appraisal of Real Estate</i>	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