



PROJEKT
STANDARD WYCENY

**ZASTOSOWANIE PODEJŚCIA
DOCHODOWEGO
W WYCENIE NIERUCHOMOŚCI**

1. WPROWADZENIE

- 1.1. Celem niniejszego standardu jest przedstawienie uzgodnionych w środowisku zawodowym rzeczoznawców majątkowych zasad dobrej praktyki w zakresie stosowania podejścia dochodowego do określania wartości nieruchomości.
- 1.2. Podejście dochodowe jest stosowane w przypadku określania wartości nieruchomości generujących dochód, bądź stwarzających możliwość osiągnięcia dochodu, przy założeniu, że dochód jest podstawowym czynnikiem wpływającym na wartość tych nieruchomości.
- 1.3. W podejściu dochodowym określa się wartość praw właściciela lub innego użytkownika do osiągnięcia dochodu z nieruchomości.

2. PRZEDMIOT I ZAKRES STOSOWANIA STANDARDU

- 2.1. Niniejszy standard przedstawia zasady i warunki stosowania podejścia dochodowego przy określaniu wartości rynkowej (rozdział 4) i wartości nierynkowych (rozdział 5).
- 2.2. Niniejszy standard przedstawia zasady stosowania podejścia dochodowego przy wykorzystaniu metody inwestycyjnej i metody zysków.
- 2.3. Przedstawione w niniejszym standardzie zasady odnoszą się do wyceny nieruchomości, jako przedmiotu prawa własności, stąd przy wycenie nieruchomości, jako przedmiotu innych praw, prezentowane rozwiązania zaleca się stosować odpowiednio.

3. DEFINICJE

- 3.1. Dochód z nieruchomości



- 3.1.1. Podstawą obliczania dochodu z nieruchomości są wpływy czynszowe, uzyskiwane z najmu, dzierżawy i innych praw do nieruchomości. Do wpływów czynszowych zalicza się także m.in. dochody z udostępnienia nieruchomości na plansze reklamowe, anteny telefonii komórkowych, bankomaty, parkingi, itp.
- 3.1.2. Podstawą obliczania dochodu z nieruchomości, stanowiącego odpowiednik wpływów czynszowych, może być także część dochodu z działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości.
- 3.1.3. Do wyceny przyjmuje się dochody z nieruchomości ujmowane w okresach rocznych, przy założeniu ich uzyskiwania na koniec roku.
- 3.1.4. Przyjęty przez rzeczoznawcę majątkowego sposób obliczania dochodu z nieruchomości decyduje o wyborze metody jej wyceny.
- 3.2. Metody wyceny
 - 3.2.1. Stosowane w ramach podejścia dochodowego metody wyceny przedstawiają sposoby obliczania dochodów z nieruchomości. Stosuje się dwie metody wyceny:
 - a) **metodę inwestycyjną**, w której podstawą obliczania dochodu z nieruchomości są wpływy czynszowe, uzyskiwane z najmu, dzierżawy i innych praw do nieruchomości. Typowymi nieruchomościami, w przypadku których stosuje się metodę inwestycyjną, są obiekty: biurowe, magazynowe, handlowe, lokale użytkowe, garaże wielostanowiskowe itp. Wpływy w tego rodzaju obiektach dotyczą gruntu i jego części składowych, którymi są w szczególności budynki i budowle;
 - b) **metodę zysków**, w której podstawą obliczania dochodu z nieruchomości jest część dochodu z działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości, ściśle związanej z jej specjalistycznym charakterem, który determinuje rodzaj tej działalności. Typowymi nieruchomościami dla których stosuje się metodę zysków, są: hotele, stacje benzynowe, restauracje, obiekty sportowo-rekreacyjne, sale widowiskowe, kina itp. Wpływy w tego rodzaju obiektach uzależnione są od dochodów z działalności prowadzonej na nieruchomości, w szczególności przez użytkownika, i stanowią odpowiednik wpływów czynszowych.



- 3.2.2. W razie konieczności w wycenie nieruchomości można stosować równocześnie oba sposoby obliczania dochodów – metodę inwestycyjną i metodę zysków. Dochód z nieruchomości stanowi w takim wypadku sumę dochodów obliczonych przy zastosowaniu obu metod.
- 3.3. Techniki wyceny
- 3.3.1. Techniki wyceny, stosowane w ramach metod zaprezentowanych w rozdziale 3.2, sprowadzają się do procedur obliczeniowych, służących do przekształcania dochodu z nieruchomości w wartość.
- 3.3.2. Przekształcanie dochodu z nieruchomości w wartość nieruchomości nazywane jest kapitalizacją dochodu.
- 3.3.3. Wyróżnia się następujące techniki kapitalizacji dochodu:
- a) **kapitalizację prostą**, w której wartość nieruchomości określa iloczyn strumienia dochodu rocznego możliwego do uzyskania z wycenianej nieruchomości i współczynnika kapitalizacji albo iloraz strumienia dochodu rocznego i stopy kapitalizacji;
 - b) **dyskontowanie strumieni dochodów**, w której wartość nieruchomości określa suma zdyskontowanych strumieni dochodów możliwych do uzyskania z wycenianej nieruchomości w poszczególnych latach przyjętego okresu projekcji, powiększona o zdyskontowaną wartość rezydualną nieruchomości.
- 3.4. Rodzaje projekcji strumieni dochodów
- 3.4.1. Wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje projekcji strumieni dochodów:
- a) Pośrednie strumienie dochodów, w których zmienność poziomu dochodów w kolejnych latach projekcji wynika wyłącznie z czynników związanych ze stanem nieruchomości, bez uwzględniania przewidywanych zmian o charakterze rynkowym
 - b) Bezpośrednie strumienie dochodów, w których zmienność poziomu dochodów w kolejnych latach projekcji wynika zarówno z czynników związanych ze stanem nieruchomości, jak i z przewidywanych zmian o charakterze rynkowym
- 3.4.2. Do czynników zmienności dochodów związanych ze stanem nieruchomości zalicza się w szczególności: wygasanie umów najmu, okresy beczynszowe, okresowe upusty czynszowe, przewidzianą umową indeksację czynszu, remonty nieruchomości itp.



3.4.3. Do czynników zmienności dochodów o charakterze rynkowym zalicza się w szczególności spodziewane na rynku zmiany: stawek czynszów, wydatków operacyjnych, poziomu pustostanów i inne w otoczeniu nieruchomości mogące wpływać na poziom dochodu.

3.5. Stopy zwrotu

3.5.1. Do kapitalizacji dochodu wykorzystuje się odpowiednie stopy zwrotu stosując zasadę współmierności. Rodzaj przyjętej w wycenie stopy zwrotu zależy w szczególności od przyjętego rodzaju projekcji strumieni dochodów.

3.5.2. Stopy zwrotu dzielą się na dwie podstawowe grupy:

- a) Stopy kapitalizacji, które są stopami dochodu dla nieskończonego okresu inwestycji.
- b) Stopy dyskontowe, które są stopami rentowności dla skończonego okresu inwestycji.

3.5.3. Katalog i definicje najczęściej występujących na rynku rodzajów stóp zwrotu zawiera załącznik do niniejszego standardu.

3.6. Wydatki operacyjne

3.6.1. Wydatki operacyjne stanowią roczne koszty utrzymania nieruchomości ponoszone przez właściciela i warunkujące osiąganie dochodów na założonym poziomie.

3.6.2. W wycenie przyjmuje się, że wydatki operacyjne ponoszone są, podobnie jak uzyskiwane dochody, na koniec okresu rocznego.

3.6.3. Wydatki operacyjne ponoszone przez właściciela obejmują: podatki od nieruchomości, opłaty roczne za użytkowanie wieczyste gruntu, koszty mediów, nakłady na konserwację i naprawy bieżące, koszty zarządzania, koszty ubezpieczenia i ochrony nieruchomości oraz inne koszty ponoszone okresowo. Przy ich obliczaniu, uwzględniając w szczególności rodzaj określonej wartości nieruchomości, odwzorować należy warunki zawierania umów na właściwym rynku.

3.6.4. W wycenie należy odzwierciedlić występujący na danym rynku lokalnym (oraz w umowach najmu/dzierżawy dotyczących wycenianej nieruchomości) model rozliczania wydatków operacyjnych, pomiędzy wynajmującym a najemcami. Do najczęstszych modeli takich rozliczeń zalicza się:



- a) ponoszenie wszystkich wydatków operacyjnych przez wynajmującego
 - b) ponoszenie części wydatków operacyjnych przez wynajmującego a części przez najemców
 - c) ponoszenie wszystkich wydatków operacyjnych przez najemców
- 3.6.5. W przypadku modeli rozliczeń opisanych w punkcie 3.6.4 b) i c) należy odzwierciedlić w wycenie, czy umowy najmu/dzierżawy oraz praktyka rynkowa danego rynku lokalnego przewidują udział najemców w wydatkach operacyjnych w formie stałego okresowego ryczału, czy okresowych zaliczek bilansowanych okresowo względem rzeczywiście zrealizowanych wydatków operacyjnych.
- 3.6.6. Modele rozliczeń wydatków operacyjnych opisane w punkcie 3.6.4 nie stanowią wyczerpującego katalogu możliwych modeli rozliczeń.
- 3.6.7. Zależnie od obserwowanej praktyki rynkowej danego segmentu rynku nieruchomości (tj. np. rynku nieruchomości biurowych, handlowych, magazynowych, itp.) lub rynku lokalnego do wydatków operacyjnych może być również zaliczany średni roczny nakład związany z powtarzającymi się regularnie wydatkami na wymianę elementów związanego z nieruchomością wyposażenia – z częstotliwością co najmniej raz na kilka lat, co jest uzasadnione wymogami rynkowymi.
- 3.7. Wartość rezydualna
- 3.7.1. Wartość rezydualną nieruchomości stanowi jej wartość po zakończeniu okresu projekcji strumieni dochodów. W większości wypadków wartość ta szacowana jest techniką kapitalizacji prostej a następnie wykorzystywana w technice dyskontowania strumieni dochodów, jako ostatni strumień dochodów dyskontowany na dzień wyceny.

4. WSKAZÓWKI METODYCZNE DOTYCZĄCE OKREŚLANIA WARTOŚCI RYNKOWEJ

- 4.1. Zasady stosowania metody inwestycyjnej
- 4.1.1. Dochody z nieruchomości obejmują wpływy z czynszów możliwe do uzyskania przez typowego, przeciętnie efektywnie działającego, właściciela lub innego użytkownika.
- 4.1.2. Źródłem informacji o wysokości dochodów z nieruchomości są w szczególności umowy najmu, umowy dzierżawy oraz innego rodzaju



umowy dotyczące wycenianej nieruchomości, a także odpowiednie porównywalne rodzajowo dane rynkowe.

- 4.1.3. W przypadku, gdy wyceniana nieruchomość obciążona jest prawami zobowiązaniami i rzeczowymi, mającymi znaczenie dla oceny wielkości wpływów czynszowych lub dla oceny ryzyka ich uzyskiwania (w szczególności może to dotyczyć czasu trwania umów, zasad rozliczania nakładów dokonanych przez najemców), skutki obciążenia takimi prawami należy uwzględnić w wycenie.
- 4.1.4. Określenie wartości rynkowej wymaga analizy obciążeń wycenianej nieruchomości prawami i innymi obowiązkami, wynikającymi z zawartych umów i decyzji administracyjnych, oraz znajomości zasad i warunków zawierania tych umów na danym rynku.
- 4.1.5. Analiza umów i decyzji administracyjnych, o których mowa w pkt 4.1.4, ma prowadzić do poznania w szczególności: wysokości stawek czynszu oraz sposobu ich ustalania, zasad indeksacji czynszu, wysokości i rodzaju ponoszonych wydatków związanych z utrzymaniem nieruchomości przez właściciela oraz najemców.
- 4.1.6. Określenie wartości rynkowej wymaga zbadania, czy cała nieruchomość (lub jej części w tym urządzenia, wyposażenie) stanowi przedmiot umowy leasingowej. Fakt istnienia umów leasingowych powinien być w operacie odpowiednio opisany.
- 4.1.7. W metodzie inwestycyjnej wyróżnia się następujące poziomy dochodów:
 - a) potencjalny dochód brutto (PDB) – wyznaczany przy założeniu, że potencjał nieruchomości jest wykorzystany w 100%, co oznacza, że nie występują straty z tytułu pustostanów, zwolnień z płatności czynszu i zaległości czynszowych, przy czym szacunek dochodów uwzględnia zasady panujące na danym rynku i stan wycenianej nieruchomości;
 - b) efektywny dochód brutto (EDB) – obliczany z różnicy pomiędzy potencjalnym dochodem brutto a stratami w dochodach, uzasadnionymi rynkowo i stanem wycenianej nieruchomości, np. zwolnieniami w płatnościach, pustostanami, zaległościami czynszowymi;
 - c) dochód operacyjny netto (DON) – obliczany z różnicy pomiędzy efektywnym dochodem brutto a wydatkami operacyjnymi



związanymi z utrzymaniem danej nieruchomości, których rodzaj i poziom wynikają z warunków rynkowych.

- 4.1.8. Do kapitalizacji dochodu zaleca się wykorzystanie dochodu operacyjnego netto.
- 4.1.9. Przy określaniu wartości rynkowej do wydatków operacyjnych nie zalicza się:
 - a) odpisów amortyzacyjnych;
 - b) spłat rat kapitałowych i odsetkowych od kredytów lub pożyczek;
 - c) nakładów na remonty, przekraczających bieżącą dbałość o stan techniczny i standard użytkowy z wyjątkiem nakładów przedstawionych w pkt. 3.6.7;
 - d) podatku dochodowego.
- 4.1.10. Na podstawie informacji z danego rynku nieruchomości ustala się występujący na odpowiednią datę poziom pustostanów oraz strat spowodowanych zaległościami w czynszu.
- 4.1.11. Określany w wycenie poziom dochodów z nieruchomości odzwierciedla stabilność i jakość umów najmu w wycenianej nieruchomości (tj. *stan komercjalizacji*) oraz stan rynku nieruchomości w dniu określania jej wartości (*pośrednie strumienie dochodów*) albo przewidywany stan rynku w okresie projekcji i po jego zakończeniu (*bezpośrednie strumienie dochodów*), z uwzględnieniem zasad podanych w pkt 4.1.3.
- 4.1.12. Jeżeli wyceniana nieruchomość lub jej część jest zajmowana przez właściciela, na potrzeby wyceny przyjmuje się, że jest ona wolna i przeznaczona do wynajęcia.
- 4.1.13. Zasady stosowania bezpośrednich strumieni dochodów
 - 4.1.13.1. Stosując *bezpośrednie strumienie dochodów* rzeczoznawca powinien prognozować nie tylko przyszłe poziomy dochodów w kolejnych latach projekcji, ale też oszacować przyszły czynsz rynkowy i przyszłą stopę kapitalizacji (tj. *stopę wyjścia*) na potrzeby wyliczenia wartości rezydualnej, biorąc pod uwagę w szczególności spodziewany przyszły stan nieruchomości, dla którego oszacowana ma być wartość rezydualna. Zależnie od wyniku tych przewidywań *stopa wyjścia* użyta do obliczenia



wartości rezydualnej oraz *stopa dyskontowa* mogą się różnić poziomem.

- 4.1.13.2. Preferowanym sposobem wyznaczania *stopy wyjścia* w *bezpośrednich przepływach dochodów* jest jej oszacowanie na podstawie analizy transakcji rynkowych nieruchomości podobnymi do nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny z zastosowaniem w razie potrzeby odpowiednich korekt tej stopy ze względu na różnice w poziomie ryzyka inwestowania w nieruchomości podobne będące przedmiotem transakcji i w nieruchomości stanowiącą przedmiot wyceny oraz ze względu na upływ czasu pomiędzy datami analizowanych transakcji a datą wyceny.
- 4.1.13.3. *Stopę dyskontową* wyznaczyć można poprzez korektę rynkowych stóp kapitalizacji. Przy wyznaczaniu poziomu *stopy dyskontowej* bierze się pod uwagę różnice w poziomie ryzyka osiągania dochodów z nieruchomości będącej przedmiotem wyceny oraz z nieruchomości dla których wyznaczono odpowiednie stopy dyskontowe. Podstawowymi czynnikami wpływającymi na poziom ryzyka są między innymi: lokalizacja, stan techniczny, standard użytkowy, wiarygodność najemców, warunki zawartych umów najmu, wielkość i rodzaj funkcji budynku, ochrona konserwatorska. Czynniki te uwzględnia się w przyjętym poziomie *stopy dyskontowej*.
- 4.1.13.4. W zależności od prognozowanych przez rzeczoznawcę różnic w poziomie ryzyka inwestowania w wycenianą nieruchomość w dniu wyceny oraz po zakończeniu okresu projekcji bezpośrednich strumieni dochodów może zaistnieć potrzeba zróżnicowania poziomu *stopy dyskontowej* oraz *stopy wyjścia*.
- 4.1.13.5. W przypadku, gdy na analizowanym rynku nieruchomości brakuje wystarczających danych, *stopę dyskontową* można ustalić na podstawie stóp dyskontowych z długoterminowych inwestycji charakteryzujących się porównywalnym ryzykiem. Należy przy tym zaznaczyć, że określenie stopy dyskontowej na podstawie wyników analizy poziomu stóp zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka na rynku kapitałowym nie oznacza, że pomiędzy stopami zwrotu na rynku kapitałowym oraz na rynku



nieruchomości występuje silna korelacja. Przyjęcie jako podstawy wyznaczenia *stopy dyskontowej* stopy zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka oznacza jedynie to, że poziom wymaganych stóp zwrotu na rynku nieruchomości powinien być w długim okresie czasu wyższy od poziomem stóp zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka o poziom wymaganej premii za wyższe ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości i w wycenianą nieruchomość.

4.1.13.6. Przyjęty do określenia wartości rynkowej poziom *stopy dyskontowej* odzwierciedla, podobnie jak dochody, jej poziom w ujęciu realnym, a nie nominalnym.

4.1.14. Zasady stosowania pośrednich strumieni dochodów

4.1.14.1. Stosując *pośrednie strumienie dochodów* rzeczoznawca powinien oszacować dochody z nieruchomości i stopę zwrotu na podstawie stanu rynku z dnia wyceny, bez prognozowania ich przyszłych zmian o charakterze rynkowym. Zmiany te są bowiem odzwierciedlane w przyjętej stopie zwrotu. Z tego powodu w *pośrednich strumieniach dochodów* stosuje się jedną stopę zwrotu, nazywaną *wyrównaną stopą zwrotu*, której używa się zarówno do dyskontowania, jak i kapitalizacji dochodu rynkowego w celu obliczenia wartości rezydualnej.

4.1.14.2. Stosując *pośrednie strumienie dochodów* do kapitalizacji czynszu rynkowego i dyskontowania strumieni dochodów rzeczoznawca powinien wykorzystać *wyrównaną stopę zwrotu*, której poziom oszacował na podstawie analizy transakcji nieruchomościami podobnymi do nieruchomości wycenianej, stosując w razie potrzeby odpowiednie korekty tej stopy ze względu na różnice w poziomie ryzyka inwestowania w nieruchomości podobne będące przedmiotem transakcji i nieruchomość będącą przedmiotem wyceny oraz ze względu na upływ czasu pomiędzy datami analizowanych transakcji a datą wyceny.

4.2. Zasady stosowania metody zysków

4.2.1. Podejmując się wyceny nieruchomości metodą zysków, rzeczoznawca majątkowy zobowiązany jest posiadać odpowiednią wiedzę i



doświadczenie na temat rynku i zasad funkcjonowania danego rodzaju działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości (np. rynku hoteli, stacji paliw, kin itp.) lub wykonać wycenę wspólnie z innym rzeczoznawcą majątkowym posiadającym taką wiedzę i doświadczenie.

- 4.2.2. Określenie wartości rynkowej wymaga analizy obciążeń wycenianej nieruchomości prawami i innymi obowiązkami, wynikającymi z zawartych umów i decyzji administracyjnych, oraz znajomości zasad i warunków zawierania tych umów na danym rynku.
- 4.2.3. Analiza umów i decyzji administracyjnych, o których mowa w pkt 4.2.2, ma prowadzić do poznania w szczególności: wysokości stawek czynszu oraz sposobu ich ustalania, zasad indeksacji czynszu, wysokości i rodzaju ponoszonych wydatków związanych z utrzymaniem nieruchomości przez właściciela oraz najemców.
- 4.2.4. Określenie wartości rynkowej wymaga zbadania, czy cała nieruchomość (lub jej części w tym urządzenia, wyposażenie) stanowi przedmiot umowy leasingowej. Fakt istnienia umów leasingowych powinien być w operacie odpowiednio opisany.
- 4.2.5. Przez dochody z nieruchomości, stanowiące odpowiednik wpływów czynszowych, rozumieć należy część dochodów z działalności gospodarczej prowadzonej na danej nieruchomości należną właścicielowi nieruchomości. Dochód z działalności gospodarczej należy ustalać przy założeniu, że prowadzi ją typowy, przeciętnie efektywnie działający podmiot.
- 4.2.6. Źródłem informacji o wysokości dochodów z nieruchomości są dane rynkowe i dane z szacowanej nieruchomości (po ich weryfikacji w oparciu o dane rynkowe).
- 4.2.7. Dochód z nieruchomości obliczany jest na podstawie przychodu użytkownika z działalności operacyjnej, pomniejszonego o koszty operacyjne użytkownika i wydatki operacyjne.
- 4.2.8. W metodzie zysków stosowanej do wyceny nieruchomości na której działalnością gospodarczą zarządza lub mógłby zarządzać za wynagrodzeniem odrębny od właściciela podmiot, nazywany dalej operatorem wyróżnić można następujące etapy określania dochodów:
 - a) wyznaczanie wpływów (WDB) z działalności gospodarczej na nieruchomości (z biznesu);



- b) obliczanie dochodu brutto z działalności gospodarczej na nieruchomości (DB) z różnicy wpływów (WDB) i kosztów operacyjnych (KO);
- c) obliczanie dochodu operacyjnego netto z działalności gospodarczej (DONB) z różnicy dochodu brutto (DB) i wydatków operacyjnych (WO);
- d) obliczanie dochodu operacyjnego netto właściciela nieruchomości (DONW) przez pomniejszenie DONB o wynagrodzenie operatora (WOP). Wysokość tego dochodu wyznacza się na podstawie umów dotyczących wycenianej nieruchomości i danych rynkowych lub w inny uzasadniony sposób.

4.2.9. Etapy opisane w punkcie 4.2.8 należy traktować jako przykładową procedurę wskazującą na sposób określania dochodu operacyjnego netto właściciela. Opisana procedura powinna być dostosowana do specyfiki wycenianej nieruchomości.

4.2.10. W uzasadnionych przypadkach, gdy nie można przyjąć, że na wycenianej nieruchomości działalnością gospodarczą mógłby zarządzać operator, dla potrzeb określania wartości rynkowej czynszu lub odpowiednika wpływów czynszowych, dochód operacyjny netto z działalności gospodarczej (DONB) pomniejsza się o kwotę odzwierciedlającą zwrot z kapitału najemcy/dzierżawcy zainwestowanego w działalność gospodarczą prowadzoną na wycenianej nieruchomości np. w kapitał obrotowy, wyposażenie. Tak określony dochód tzw. *divisible balance* może podlegać podziałowi pomiędzy właściciela nieruchomości a najemcę/dzierżawcę.

4.2.11. Do kapitalizacji dochodu zaleca się wykorzystanie dochodu operacyjnego netto właściciela (DONW).

4.2.12. Wpływy z działalności gospodarczej pochodzą z działalności operacyjnej, bez uwzględniania jego przychodów z działalności inwestycyjnej oraz finansowej.

4.2.13. Do kosztów operacyjnych zalicza się wszelkie wydatki związane z prowadzeniem działalności i warunkujące uzyskanie spodziewanych wpływów. Obejmują one w szczególności: koszty zakupu towarów,



materiałów i usług, płace personelu wraz z narzutami, koszty związane z odtwarzaniem majątku trwałego i wyposażenia, koszty reklamy itp.

- 4.2.14. Do kosztów operacyjnych nie zalicza się amortyzacji, kosztów finansowych (w tym obsługi kredytów) oraz płaconego przez użytkownika podatku dochodowego.
- 4.2.15. Do wyceny przyjmuje się dochody z działalności gospodarczej, ujmowane w okresach rocznych, przy założeniu ich uzyskiwania na koniec okresu rocznego.
- 4.2.16. Dochód z nieruchomości obliczany jest przy uwzględnieniu wydatków operacyjnych, odpowiednio na zasadach określonych w metodzie inwestycyjnej. Przy obliczaniu wynagrodzenia podmiotu prowadzącego działalność na nieruchomości należy wziąć pod uwagę typowe dla danego rynku zasady jego ustalania. Trzeba przy tym uwzględnić to, że dla różnych rodzajów działalności sposoby ustalania wynagrodzenia użytkownika mogą być różne.
- 4.2.17. Przy obliczaniu dochodu z nieruchomości uwzględnia się wyniki z działalności prowadzonej na wycenianej nieruchomości oraz dane rynkowe o dochodach z podobnych działalności prowadzonych na danym rynku.
- 4.2.18. W przypadku nieruchomości, dla których nie jest uzasadnione przyjęcie założenia o prowadzeniu działalności gospodarczej przez operatora udział właściciela nieruchomości w dochodzie operacyjnym netto z działalności gospodarczej może zostać uwzględniony odpowiednio w stopie kapitalizacji lub stopie dyskontowej z uwzględnieniem zasady współmierności
- 4.2.19. Nieruchomości wyceniane metodą zysków mają często złożoną postać fizyczną i ekonomiczną, co powoduje, że występują w obrocie jako działające gospodarczo obiekty, obejmujące zróżnicowane aktywa niezbędne do prowadzenia działalności. Oprócz nieruchomości obiekty takie obejmują także ruchomości (meble, wyposażenie i urządzenia) oraz wartości niematerialne i prawne, a także tzw. *goodwill* lub *badwill*, który stanowi składnik wartości niematerialnych i prawnych, związany z posiadaniem marki, reputacji, zaufania klientów itp., i który jest przenoszony na nabywcę w przypadku obrotu takim obiektem.



- 4.2.20. Wartość określona metodą zysków może obejmować – oprócz nieruchomości – także inne składniki majątku. W przypadku, gdy cel wyceny wymaga ustalenia odrębnej wartości nieruchomości, można obliczyć ją z różnicy wartości określonej metodą zysków i wartości innych składników majątku.
- 4.2.21. Przy określaniu wartości rynkowej nieruchomości metodą zysków nie uwzględnia się tzw. osobistego *goodwillu* lub *badwillu*, który wpływa na dochody użytkownika, ale jest związany nie z nieruchomością, lecz z osobą prowadzącą działalność na nieruchomości. Przez osobisty *goodwill* lub *badwill* należy rozumieć szczególne cechy określonego użytkownika, które powodują uzyskiwanie dochodu odmiennego od poziomu rynkowego.
- 4.2.22. Przy stosowaniu metody zysków wykorzystuje się odpowiednio zasady przewidziane w metodzie inwestycyjnej i opisane w pkt 4.1.3, uwzględniając dodatkowe obciążenia wynikające z charakteru działalności prowadzonej na wycenianej nieruchomości, jak również zasady stosowania *bezpośrednich strumieni dochodów* opisane w pkt 4.1.13 oraz *pośrednich strumieni dochodów* opisane w pkt 4.1.14.
- 4.3. Technika dyskontowania strumieni dochodów
- 4.3.1. Technikę dyskontowania strumieni dochodów stosuje się do określania wartości rynkowej nieruchomości, dla której w pewnym okresie, zwanym okresem projekcji, zakłada się zmienny poziom strumieni dochodów
- 4.3.2. W technice tej wartość nieruchomości obliczana jest jako suma zdyskontowanych strumieni dochodów z nieruchomości, występujących w każdym z okresów objętych projekcją, powiększona o zdyskontowaną wartość rezydualną nieruchomości. Długość okresu projekcji wyznacza liczba lat, w których przewiduje się zmienność dochodów.
- 4.3.3. Wartość rezydualna nieruchomości (RV) to jej wartość z końca okresu projekcji. Przy określaniu wartości prawa własności nieruchomości przyjmuje się nieskończenie długi okres osiągnięcia dochodu. W szczególnych sytuacjach, uzasadnionych stanem nieruchomości lub rynku, przy szacowaniu wartości rezydualnej można nie przyjmować założenia o nieskończenie długim okresie osiągnięcia dochodu.



- 4.3.4. W technice dyskontowanych strumieni dochodów wartość nieruchomości obliczana jest według wzoru:

$$W_R = DON_1 \frac{1}{(1+r)^1} + DON_2 \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + DON_n \frac{1}{(1+r)^n} + RV \frac{1}{(1+r)^n}$$

gdzie:

W_R – wartość rynkowa nieruchomości,

DON_{1-n} – dochód operacyjny netto w poszczególnych latach projekcji,

r – stopa dyskontowa lub wyrównana stopa zwrotu

RV – wartość rezydualna nieruchomości.

- 4.3.5. Dyskontowania dokonuje się przy użyciu stopy dyskontowej (bezpośrednie strumienie dochodów) lub wyrównanej stopy zwrotu (pośrednie strumienie dochodów) na dzień określenia wartości nieruchomości.

4.4. Technika kapitalizacji prostej

- 4.4.1. Technikę kapitalizacji prostej można stosować w przypadku, gdy z przeprowadzonej analizy stanu nieruchomości wynika, że zasadne jest przyjęcie założenia, że w najbliższym przewidywalnym okresie czasu po dacie wyceny dochód przyjmowany do kapitalizacji będzie stabilny. Możliwe zmiany poziomu dochodu po tym okresie uwzględnia się w stopie wszelkiego ryzyka.
- 4.4.2. Przez „najbliższy przewidywalny okres czasu” należy rozumieć okres nieodległy i przewidywalny, rozsądnie rzecz biorąc, przez rzeczoznawcę majątkowego, oceniany każdorazowo dla konkretnej nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny.
- 4.4.3. Jeżeli przyjęcie założenia, o którym mowa z pkt 4.4.1 nie jest uzasadnione wycenę należy wykonać stosując technikę dyskontowania strumieni dochodów, *technikę blokową* lub *technikę warstwową*.
- 4.4.4. W technice kapitalizacji prostej wartość rynkową nieruchomości określa iloczyn dochodu operacyjnego netto, ustalonego z uwzględnieniem zasad opisanych w pkt 4.1 i 4.2 niniejszego standardu, i odpowiedniego współczynnika kapitalizacji albo iloraz wyżej opisanego dochodu i odpowiedniej stopy kapitalizacji.



W technice kapitalizacji prostej wartość nieruchomości obliczana jest według wzoru:

$$W_R = DON \cdot \frac{1}{R} \quad \text{albo} \quad W_R = DON \cdot W_K$$

gdzie:

W_R – wartość rynkowa nieruchomości,

DON – dochód operacyjny netto przyjmowany do kapitalizacji,

R – stopa wszelkiego ryzyka,

W_K – współczynnik kapitalizacji.

4.4.5. Zalecanym sposobem określania *stopy wszelkiego ryzyka* jest obliczenie jej jako ilorazu dochodu operacyjnego netto, i ceny rynkowej nieruchomości podobnych do nieruchomości wycenianej.

4.4.6. Przyjęta do obliczeń *stopa wszelkiego ryzyka* powinna uwzględniać w szczególności różnicę w poziomie ryzyka pomiędzy nieruchomością wycenianą a nieruchomościami stanowiącymi przedmiot analizy stóp kapitalizacji. Podstawowymi czynnikami ryzyka, wpływającymi na poziom stopy kapitalizacji, są między innymi: lokalizacja, stan techniczny, standard użytkowy, wiarygodność najemców, warunki umów najmu obciążające wycenianą nieruchomość, wielkość budynków i ich funkcje, ochrona konserwatorska. Przyjęty w wycenie poziom *stopy wszelkiego ryzyka* powinien uwzględniać również ryzyko dotyczące zmienności dochodu z wycenianej nieruchomości. Rzecznik majątkowy powinien zatem dokonać odpowiednich korekt stóp kapitalizacji zaobserwowanych na rynku w celu odzwierciedlenia m.in. różnic w czynnikach ryzyka pomiędzy nieruchomością stanowiącą przedmiot wyceny a nieruchomościami podobnymi.

4.4.7. Hybrydowe techniki wyceny

4.4.7.1. Hybrydowe techniki wyceny stanowią dwie odmiany klasycznej techniki kapitalizacji prostej, które umożliwiają uwzględnienie w wycenie nieskomplikowanych okoliczności powodujących pewną zmienność dochodów z nieruchomości w czasie nieodległym od daty wyceny. W szczególności sytuacje te mogą wystąpić w przypadku, gdy nieruchomość stanowiąca przedmiot wyceny generuje faktyczny dochód wyższy albo niższy od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania dla tej nieruchomości na



ryнку w dniu wyceny. W sytuacjach takich prawdopodobna jest zatem zmiana wysokości dochodu uzyskiwanego z nieruchomości po zakończeniu obowiązującej umowy najmu (lub umowy innego rodzaju), który to dochód osiągnie wtedy poziom rynkowy.

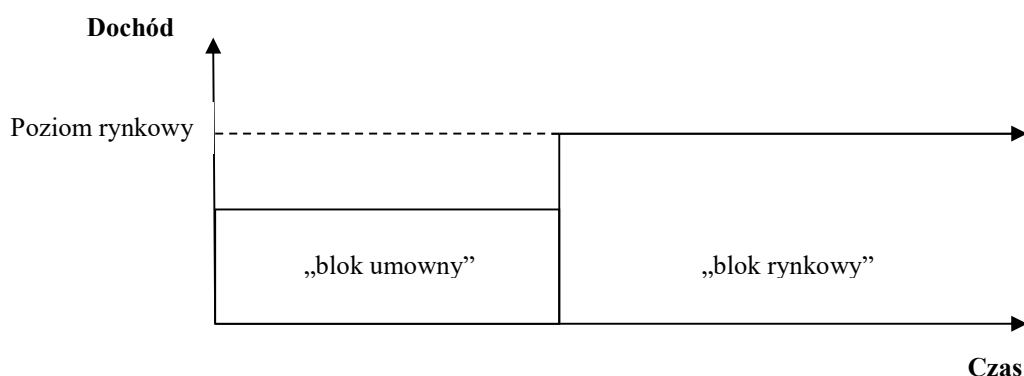
4.4.7.2. Można wyróżnić dwie techniki hybrydowe:

- a) technikę blokową
- b) technikę warstwową

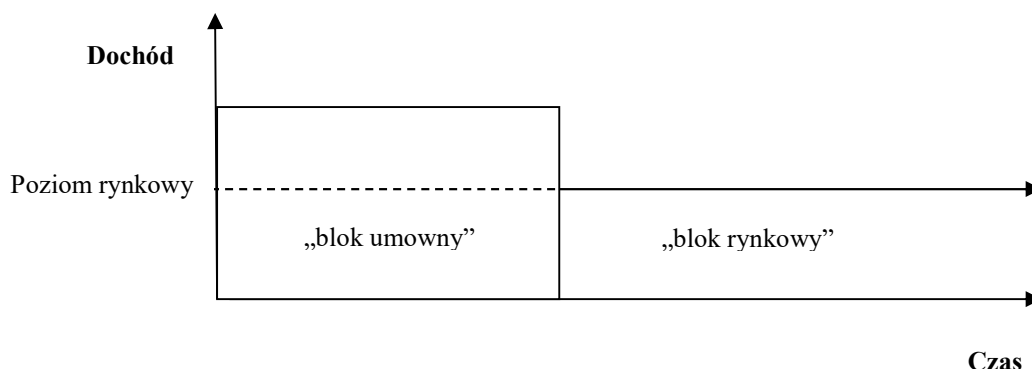
4.4.7.3. *Technika blokowa* polega na odrębnym uwzględnieniu w wycenie dochodów uzyskiwanych z nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny w okresie trwania umowy najmu (tzw. „blok umowny”) oraz dochodów możliwych do uzyskania w okresie pomiędzy dniem zakończenia trwania umowy najmu a nieskończonością (tzw. „blok rynkowy”). W przypadkach uzasadniających wykorzystanie *techniki blokowej* wysokość dochodów w obu opisanych okresach jest na ogół różna.

4.4.7.4. Sposoby okresowego podziału dochodów z nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny w *technice blokowej* przedstawiają poniższe schematy.

- a) Dla nieruchomości przynoszącej faktyczny dochód niższy od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania na rynku w dniu wyceny:



- b) Dla nieruchomości przynoszącej faktyczny dochód wyższy od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania na rynku w dniu wyceny:



4.4.7.5. Rzecznik majątkowy powinien mieć na uwadze fakt, że uzyskiwanie w dniu wyceny dochodu z nieruchomości wycenianej (np. z tytułu umowy najmu) w wysokości różnej od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania dla tej nieruchomości na rynku jest jednym z czynników wpływających na poziom ryzyka inwestowania w tę nieruchomość. Ryzyko to jest wyższe od rynkowego (tj. typowego dla nieruchomości podobnych do nieruchomości wycenianej) w przypadku, gdy dochód faktycznie uzyskiwany w dniu wyceny z nieruchomości wycenianej przewyższa dochód potencjalnie możliwy do uzyskania dla tej nieruchomości na rynku. Analogicznie, ryzyko to jest niższe od rynkowego jeżeli dochód faktycznie uzyskiwany w dniu wyceny z nieruchomości wycenianej jest niższy od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania dla tej nieruchomości na rynku.

4.4.7.6. W związku z różnicami w poziomie ryzyka opisanymi w punkcie 4.4.7.5 w większości przypadków uzasadnione może być zastosowanie do kapitalizacji dochodów w okresach odpowiadających tzw. „blokowi umownemu” i „blokowi rynkowemu” stóp kapitalizacji o zróżnicowanym poziomie. W tym celu rzeczoznawca majątkowy może dokonać odpowiedniej korekty rynkowego poziomu stopy kapitalizacji w celu zastosowania jej do kapitalizacji dochodu w okresie, w którym wysokość dochodu jest wyższa (korekta w górę) lub niższa (korekta w dół) od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania dla przedmiotowej nieruchomości na rynku w dniu wyceny.

4.4.7.7. Stosując *technikę blokową* wartość rynkową nieruchomości oblicza się poprzez kapitalizację dochodu operacyjnego netto (DON)



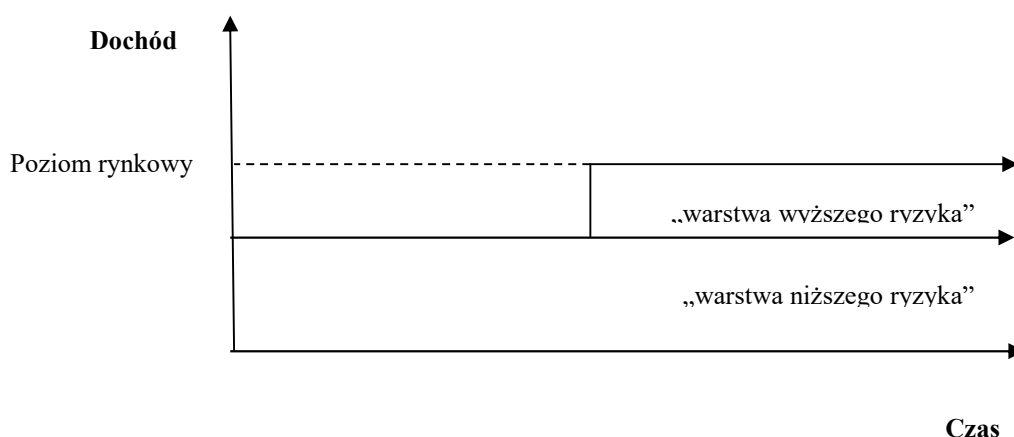
uzyskiwanego z wycenianej nieruchomości w dniu wyceny jedynie przez okres odpowiadający „blokowi umownemu”. Uzyskany w ten sposób wynik powiększa się o zdyskontowaną na dzień wyceny wartość skapitalizowanych w nieskończoność dochodów z okresu odpowiadającego „blokowi rynkowemu”.

4.4.7.8. *Technika warstwowa* polega na odrębnym uwzględnieniu w wycenie:

- a) części dochodu faktycznie uzyskiwanego z wycenianej nieruchomości, która nie przewyższa dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania dla tej nieruchomości na rynku (tzw. „warstwa niższego ryzyka”), oraz
- b) części dochodu faktycznie uzyskiwanego z wycenianej nieruchomości, która jest wyższa od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania dla tej nieruchomości na rynku, jeśli taka nadwyżka (tzw. „warstwa wyższego ryzyka”) występuje.

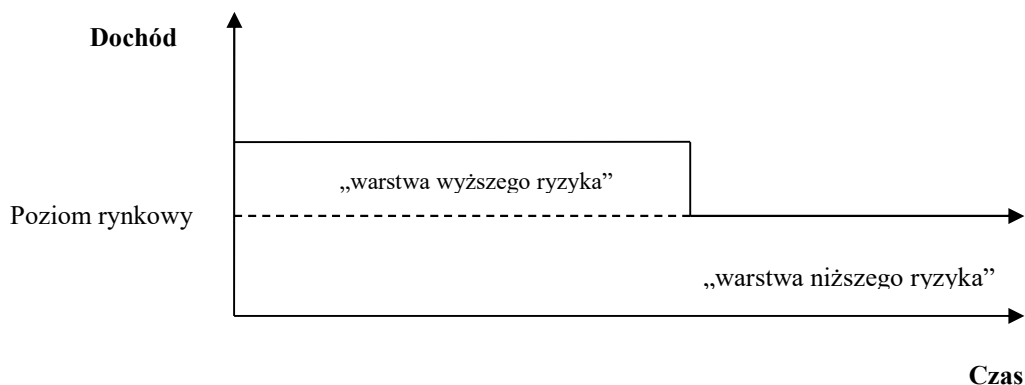
4.4.7.9. Sposoby podziału dochodu uzyskiwanego z wycenianej nieruchomości na części w *technice warstwowej* przedstawiają poniższe schematy:

- a) Dla nieruchomości przynoszącej faktyczny dochód niższy od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania na rynku w dniu wyceny:





- b) Dla nieruchomości przynoszącej faktyczny dochód wyższy od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania na rynku w dniu wyceny:



4.4.7.10. Stosując *technikę warstwową* należy uwzględnić w wycenie wyższe ryzyko związane z uzyskiwaniem z nieruchomości wycenianej części dochodu stanowiącej nadwyżkę ponad wysokość dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania z tej nieruchomości na rynku. Wyższe ryzyko uwzględnia się poprzez korektę (w górę) rynkowego poziomu stopy kapitalizacji dla „warstwy wyższego ryzyka”. Analogicznie, gdy dochód faktycznie uzyskiwany z wycenianej nieruchomości jest niższy od dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania na rynku w dniu wyceny, niższe ryzyko związane z uzyskiwaniem tego niższego dochodu uwzględnia się poprzez korektę (w dół) rynkowego poziomu stopy kapitalizacji dla „warstwy niższego ryzyka”.

4.4.7.11. Stosując *technikę warstwową* wartość rynkową nieruchomości oblicza się poprzez zsumowanie wartości kapitałowych części dochodu reprezentującej „warstwę niższego ryzyka” oraz części dochodu reprezentującej „warstwę wyższego ryzyka”.

4.4.7.12. Wartość kapitałową części dochodu reprezentującego „warstwę niższego ryzyka” oblicza się za pomocą klasycznej techniki kapitalizacji prostej.

4.4.7.13. Wartość kapitałową części dochodu reprezentującego „warstwę wyższego ryzyka” oblicza się:



- a) w przypadku sytuacji przedstawionej w pkt 4.4.7.9.a), jako zdyskontowaną na dzień wyceny wartość skapitalizowanej w nieskończoność różnicy dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania z wycenianej nieruchomości na rynku w dniu wyceny oraz dochodu faktycznie uzyskiwanego z wycenianej nieruchomości w dniu wyceny;
- b) w przypadku sytuacji przedstawionej w pkt 4.4.7.9.b), jako różnicę dochodu faktycznie uzyskiwanego z wycenianej nieruchomości w dniu wyceny i dochodu potencjalnie możliwego do uzyskania z wycenianej nieruchomości na rynku, skapitalizowaną w okresie od daty wyceny do zakończenia trwania umowy najmu gwarantującej dochód na poziomie przewyższającym poziom rynkowy.

4.4.7.14. Decydując się na zastosowanie w wycenie *techniki warstwowej* rzeczoznawca majątkowy powinien zdawać sobie sprawę z podnoszonych w literaturze niedoskonałości tej techniki oraz zachować należyłą staranność, aby nie wpłynęły one na zniekształcenie wyniku wyceny. Do najczęściej podnoszonych niedoskonałości techniki warstwowej zalicza się:

- a) jedynie teoretyczny, nie poparty praktyką rynkową, podział całkowitego dochodu generowanego przez nieruchomość na części, którym przypisuje się różne poziomy ryzyka. - W praktyce rynkowej transakcje zawierane są na ogół przy jednej stopie zwrotu dla całego dochodu generowanego przez nieruchomość.;
- b) brak możliwości rynkowej weryfikacji prawidłowości oszacowania wysokości stopy kapitalizacji zastosowanej do kapitalizacji dochodu odpowiadającego „warstwie wyższego ryzyka”, wobec braku występowania w realnych warunkach rynkowych transakcji samą częścią dochodów z nieruchomości charakteryzującą się wyższym od rynkowego poziomem ryzyka;
- c) ryzyko podwójnego skapitalizowania części dochodu generowanego przez wycenianą nieruchomość, co wynika z faktu zawierania się w stopie kapitalizacji przyjętej dla „warstwy niższego ryzyka” założenia



potencjału wzrostu (albo spadku) dochodów w czasie. – Tymczasem wszelka nadwyżka dochodu z wycenianej nieruchomości ponad sztywno określoną „warstwę niższego ryzyka” w *technice warstwowej* alokowana jest już do „warstwy wyższego ryzyka” reprezentującej część dochodu kapitalizowaną odrębną, wyższą stopą kapitalizacji.

5. WSKAZÓWKI METODYCZNE DOTYCZĄCE OKREŚLANIA WARTOŚCI NIERYNKOWYCH

- 5.1. Przy stosowaniu podejścia dochodowego do określania wartości nierynkowych można przyjąć założenia i zasady ustalania dochodów z nieruchomości, a także stóp zwrotu, odmienne od założeń i zasad przyjmowanych przy określaniu wartości rynkowej. W szczególności może to dotyczyć: czynszów, wpływów, wydatków operacyjnych, kosztów operacyjnych działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości.
- 5.2. Przy określaniu wartości nierynkowych możliwe jest ustalenie poziomu dochodu na podstawie indywidualnego założenia zamawiającego wycenę.
- 5.3. Indywidualne założenia można przyjmować również przy ustalaniu poziomu i struktury wydatków operacyjnych.
- 5.4. Na potrzeby określenia wartości nierynkowych dochód operacyjny netto może być skorygowany w szczególności o koszty obsługi długu i podatek dochodowy.
- 5.5. Indywidualne założenia można formułować również przy ustalaniu poziomu stóp zwrotu. Przyjęty poziom stóp zwrotu może odwzorowywać indywidualne oczekiwania konkretnego inwestora, które mogą różnić się od rynkowych stóp zwrotu.
- 5.6. Określając wartości nierynkowe, można uwzględnić indywidualne umiejętności zarządzającego, które mają wpływ na poziom dochodów.
- 5.7. Przy określaniu wartości nierynkowych zleceniodawca – odmiennie niż przy wartości rynkowej – może mieć wpływ na treść przyjętych założeń, a tym samym na poziom określanych wartości.

6. UWAGI DODATKOWE

- 6.1. Przy stosowaniu podejścia dochodowego do określania wartości nieruchomości o szczególnych cechach (np. nieruchomości rolnych, leśnych, z kopalinami, zabytkowych, itp.), a także w przypadku, gdy stanowią one przedmiot innych



praw niż własność, dodatkowo uwzględniać zasady wyceny zawarte innych dokumentach ze zbioru PKZW.

- 6.2. Rzecznik majątkowy przyjmuje do wyceny stopę kapitalizacji (tj. *stopę wszelkiego ryzyka, stopę wyjścia, bądź wyrównaną stopę zwrotu*) i *stopę dyskontową* z zachowaniem zasady współmierności w odniesieniu do sposobu obliczania strumieni dochodów z nieruchomości.
- 6.3. Przy stosowaniu metody zysków rzecznik majątkowy może – uwzględniając w szczególności regulacje przedstawione w pkt 4.2.4 i 4.2.6 – wykorzystywać odpowiednio dane zawarte w sprawozdaniach finansowych jednostek przy obliczaniu wpływów, kosztów i wydatków operacyjnych i dochodów.

7. ODEJŚCIA OD STANDARDU

- 7.1. Zasad wyceny przedstawionych w niniejszym standardzie nie należy traktować jako jedynych możliwych do zastosowania przy wykorzystaniu podejścia dochodowego. Prezentowane rozwiązania nie obejmują także wszystkich sytuacji, z jakimi może spotkać się rzecznik majątkowy podczas wyceny.

8. OPRACOWANIE I CZAS OBOWIĄZYWANIA STANDARDU