

## Wartość rynkowa nieruchomości w procesie wyceny przedsiębiorstwa

Monika Podwórna, Mariola Ślusarek-Furgalska\*

**Streszczenie:** *Cel* – W każdej wycenie, niezależnie od przedmiotu i zakresu, niezbędne jest określenie podstawowych założeń wyceny. Przyjęte założenia w oczywisty sposób wpływają na wybór stosowanych metod wyceny. W pracy skupiono uwagę na podejściu majątkowym w wycenie przedsiębiorstwa, w szczególności wpływu określenia rodzaju wartości nieruchomości jako składnika majątku trwałego.

*Metodologia badania* – Wartość rynkowa nieruchomości dla optymalnego sposobu użytkowania oszacowana w celu ustalenia wartości przedsiębiorstwa podejściem majątkowym metodą skorygowanych aktywów netto.

*Wynik* – Wartość rynkowa nieruchomości dla alternatywnego sposobu użytkowania może mieć inną wartość niż wartość rynkowa nieruchomości dla aktualnego sposobu użytkowania.

*Oryginalność/wartość* – Istota przyjętych założeń na etapie ustalania wartości składników majątku trwałego.

**Słowa kluczowe:** wycena majątkowa, wartość przedsiębiorstwa, wartość rynkowa nieruchomości

### Wprowadzenie

Zgodnie z Powszechnymi Krajowymi Zasadami Wyceny KSWS „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” (Uchwała 2011), jednym ze sposobów wyceny przedsiębiorstwa jest zastosowanie podejścia majątkowego (*asset-based approach*), które obejmuje grupę metod, wyznaczających wartość przedsiębiorstwa poprzez wartość jego aktywów pomniejszonych o pasywa obce. „Metody majątkowe oparte są na wycenie poszczególnych składników aktywów i pasywów obcych. Nie uwzględniają synergii pomiędzy składnikami przedsiębiorstwa, związanych z ich zorganizowanym wykorzystaniem” (Uchwała 2011, 8 ppkt 8.2.1). Najczęściej stosowanymi metodami w podejściu majątkowym, to metoda wartości skorygowanych aktywów netto (*adjusted net asset method*), metoda wartości likwidacyjnej (*liquidation value method*), metoda wartości odtworzeniowej (*replacement value method*).

Podstawowe założenia do wyceny przedsiębiorstwa oparte są na zbadaniu: czy działalność będzie nadal kontynuowana (KSWS – „wyceniane przedsiębiorstwo dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednie zagrożenie zaprzestania działalności”), czy nastąpi likwidacja

---

\* dr inż. Monika Podwórna, rzeczoznawca majątkowy nr 2800, Politechnika Wroclawska, e-mail: monika.podwor-na@pwr.edu.pl; mgr. inż. Mariola Ślusarek-Furgalska, rzeczoznawca majątkowy nr 839, e-mail: butb@poczta.onet.pl.

działalności przedsiębiorstwa w sytuacji nieprzymusowej (KSWS – „aktywa są sprzedawane w rozsądnym przedziale czasu w celu uzyskania możliwie najwyższych wpływów z ich sprzedaży”), w sytuacji przymusowej (KSWS – „aktywa są sprzedawane w możliwie najkrótszym czasie, co często powoduje uzyskanie niższych wpływów niż w sytuacji nieprzymusowej”), czy tylko likwidacja zbędnych aktywów (KSWS – „sprzedawana jest zorganizowana część mienia wchodząca w skład majątku przedsiębiorstwa”).

W zależności od zdefiniowanego w wycenie standardu wartości, który „określa strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki jej zawierania”, ustala się poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości, np. godziwą wartość rynkową (*fair market value*), wartość sprawiedliwą (*fair value*), wartość inwestycyjną (*investment value*), wartość wewnętrzną (*intrinsic value*). Powyższe kategorie wartości są zdefiniowane w punkcie 7 Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny KSWS „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” (Uchwała 2011).

## **1. Wartość nieruchomości jako składnika majątku trwałego**

Przeważnie głównymi składnikami majątku trwałego są nieruchomości, zarówno prawa do gruntu, jak i budynki oraz budowle. Przy wycenie nieruchomości w większości przypadków szacuje się całą nieruchomość, rozumianą zgodnie z artykułem 46 § 1 Kodeksu cywilnego (Ustawa 1964) jako „część powierzchni ziemskiej stanowiąca 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”. Następnie można dokonać alokacji tej wartości na poszczególne składniki majątku trwałego. Rzeczoznawca majątkowy wycenia wartość rynkową nieruchomości, która jest zdefiniowana w art. 151 Ustawy o gospodarce nieruchomościami (Ustawa 1997), tj. „Wartość rynkową nieruchomości stanowi najbardziej prawdopodobna jej cena, możliwa do uzyskania na rynku, określona z uwzględnieniem cen transakcyjnych przy przyjęciu następujących założeń:

- strony umowy były od siebie niezależne, nie działały w sytuacji przymusowej oraz miały stanowczy zamiar zawarcia umowy,
- upłynął czas niezbędny do wyeksponowania nieruchomości na rynku i do wynegocjowania warunków umowy”.

W podobny sposób jest zdefiniowana wartość rynkowa w International Valuation Standards (2013) „Market value – the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion”. Opis wartości rynkowej jest zawarty w paragrafach 29–34, której interpretacja uwzględnia optymalne „największe i najlepsze wykorzystanie”.

W analogiczny sposób była opisana definicja wartości rynkowej nieruchomości w wycofanym 16 marca 2014 roku standardzie z grupy Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny 1 „Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa” (Uchwała 2013). Punkt 3.4 KSWPI definiuje różne sposoby użytkowania nieruchomości. Alternatywny sposób użytkowania rozumiany jest jako inny niż aktualny sposób, ale zgodny z przepisami prawa. Natomiast „sposób optymalnego użytkowania oznacza najbardziej prawdopodobne wykorzystanie nieruchomości, które jest fizycznie możliwe, odpowiednio uzasadnione, prawnie dopuszczalne, ekonomicznie opłacalne i zapewniające największą wartość wycenianej nieruchomości”.

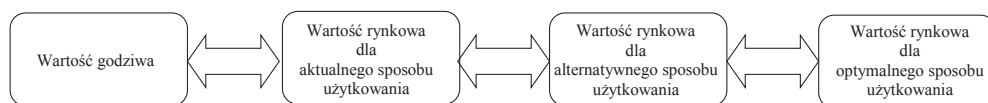
W zbliżonym znaczeniu zdefiniowane są pojęcia w European Valuation Standards oraz w RICs Professional Valuation Standards – wartość rynkowa uwzględnia „wartość nadziei” (*hope value*).

Zgodnie z Międzynarodowym Standardem Sprawozdawczości Finansowej 13 (Rozporządzenie 2012) – „Wycena w wartości godziwej nie jest wyceną specyficzną dla danej jednostki, lecz wyceną opartą na danych rynkowych. W przypadku niektórych aktywów i zobowiązań może istnieć dostęp do obserwowalnych transakcji rynkowych lub informacji rynkowych. W przypadku innych aktywów i zobowiązań obserwowalne transakcje rynkowe lub informacje rynkowe mogą nie być dostępne. W obydwu przypadkach cel ustalenia wartości godziwej jest jednak taki sam – chodzi o oszacowanie, jaka byłaby cena w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach sprzedaży składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania między uczestnikami rynku w dniu wyceny i w aktualnych warunkach rynkowych”. W tym samym przepisie prawnym (w punkcie 24) znajduje się definicja wartości godziwej, rozumianej jako „cena, którą otrzymano by za sprzedaż składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach na głównym (lub najkorzystniejszym) rynku na dzień wyceny w aktualnych warunkach rynkowych (tj. ceną wyjścia) bez względu na to, czy cena ta jest bezpośrednio obserwowalna lub oszacowana przy użyciu innej techniki wyceny”. Zarówno definicję wartości godziwej składnika aktywów, jak i definicję aktywów trwałych, można znaleźć w art. 28 punkt 6 Ustawy o rachunkowości (Ustawa 1994) – „Za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Cenę rynkową aktywów finansowych posiadanych przez jednostkę oraz zobowiązań finansowych, które jednostka zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna, natomiast cenę rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży”.

Artykuł 4 § 76 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku definiuje wartość rynkową nieruchomości następująco:

„wartość rynkowa w odniesieniu do nieruchomości oznacza szacunkową kwotę, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej”.

Wielu autorów poszukuje definicji kategorii wartości. Szymański (2015) przytacza różne standardy wartości wykorzystywane w różnych standardach wyceny przedsiębiorstw. Zarzecki i Grudziński (2011) wymieniają wiele kategorii wartości zdefiniowanych w wybranych standardach wyceny. W pracy autorzy skupili uwagę na wartości godziwej, która w wielu przypadkach jest zbliżona do wartości rynkowej dla aktualnego, alternatywnego, a tym samym optymalnego sposobu użytkowania. Niestety czasami zdarzają się sytuacje gdy wartości z rysunku 1 różnią się, i to znacząco. Należałoby zastanowić się, czy nie warto przeprowadzić testu Ramiana (2009) czterech kryteriów dla analizy optymalnego sposobu użytkowania nieruchomości.



**Rysunek 1.** Różne rodzaje wartości rynkowej nieruchomości

Źródło: opracowanie własne na podstawie KSWP.

## Przykład 1

Firma jest użytkownikiem wieczystym działek gruntów o powierzchni łącznie 2,0398 ha oraz właścicielem budynków i budowli stanowiących odrębną nieruchomość. Nieruchomość zlokalizowana jest w centralnej strefie miasta – siedziby powiatu o liczbie mieszkańców ok. 20 tys. zabudowana jest budynkami przemysłowymi wraz z infrastrukturą techniczną. W przeważającej części budynki zlokalizowane w obrębie nieruchomości nie są użytkowane od około 10 lat. Charakterystyczną cechą nieruchomości technicznych jest ich pozorna bezużyteczność, związana z niemożnością i niecelowością przywrócenia ich pierwotnej funkcji. Nieużytkowanie obiektów prowadzi do ich postępującej degradacji. Ponieważ sposób użytkowania obiektów ma decydujący wpływ na zachowanie budynków, w stosunku do większości tego rodzaju budynków konieczna jest zmiana funkcji. W polskiej praktyce do podstawowych celów adaptacyjnych obiektów poprzemysłowych należą przede wszystkim: centrum handlowe, kompleks rozrywkowy, mieszkalnictwo (tzw. lofty) oraz powierzchnia biurowa pod wynajem. Założono więc, że optymalny sposób użytkowania nieruchomości to grunt przeznaczony pod handel wielkopowierzchniowy o powierzchni użytkowej do 2000 m<sup>2</sup> (zgodnie z miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego)

po wyburzeniu wszystkich zbędnych budynków i budowli (przyjmując, że inwestor uzyska odpowiednie decyzje administracyjne, działając zgodnie z przepisami prawa budowlanego).

Oszacowano kilka wartości:

- WRU – wartość rynkowa dla aktualnego sposobu użytkowania (nieruchomość zabudowana budynkami przemysłowymi) wynosi 2,4 mln zł,
- WG – wartość rynkowa prawa użytkowania wieczystego gruntu inwestycyjnego jest na poziomie 3,5 mln zł,
- KR – koszty rozbiórki obecnych budynków i budowli – 1,1 mln zł,
- WRO – wartość rynkowa dla optymalnego sposobu użytkowania (grunt niezabudowany przeznaczony pod handel wielkopowierzchniowy) wynosi

$$\text{WRO} = \text{WG} - \text{KR} = 3,5 - 1,1 = 2,4 \text{ mln zł.}$$

W tym przypadku wartość WRU jest równa wartości WRO.

## Przykład 2

Firma zakupiła w 2011 roku nieruchomość zabudowaną budynkami warsztatowo-magazynowymi oraz budynkiem biurowym o powierzchni użytkowej łącznie 2168,15 m<sup>2</sup>, zlokalizowaną na działce o powierzchni 1,2260 ha w miejscowości będącej siedzibą powiatu o liczbie mieszkańców ok. 16 tys. Nieruchomość położona jest w strefie peryferyjnej miasta, przy drodze wylotowej łączącej się z drogą o statusie drogi krajowej. Części składowe nieruchomości to prawo własności działki gruntu oraz pięć budynków warsztatowo-magazynowych, budynek biurowy, wiaty magazynowe, budynek portierni, urządzenia infrastruktury technicznej, drogi i place utwardzone. Obiekty budowlane wzniesione przed 1939 rokiem oraz w latach 70 XX wieku. Nowy właściciel wyburzył wszystkie obiekty budowlane i wybudował nowy budynek handlowy wielkopowierzchniowy o powierzchni użytkowej ok. 3100 m<sup>2</sup> wraz z infrastrukturą techniczną w 2012 roku.

Oszacowano kilka wartości:

- WRU – wartość rynkowa dla aktualnego sposobu użytkowania (nieruchomość zabudowana budynkami warsztatowo-magazynowymi oraz budynkiem biurowym) wynosi 3,8 mln zł,
- WG – wartość rynkowa prawa własności gruntu inwestycyjnego jest na poziomie 3,5 mln zł,
- KR – koszty rozbiórki obecnych budynków i budowli – 1,5 mln zł,
- WRO – wartość rynkowa dla optymalnego sposobu użytkowania (grunt inwestycyjny przeznaczony pod handel wielkopowierzchniowy) wynosi

$$\text{WRO} = \text{WG} - \text{KR} = 3,5 - 1,5 = 2,0 \text{ mln zł.}$$

Wartość WRU jest większa aż o 1,8 mln zł tj. ok. 47% większa od wartości WRO.

### Przykład 3

Nieruchomość będąca składnikiem majątku trwałego Firmy to teren zabudowany, składający się z działek o łącznej powierzchni prawie 3,5 ha. Teren płaski zabudowany zespołem budynków handlowo-usługowych i magazynowych o średnim stanie technicznym. Łączna powierzchnia użytkowa budynków to prawie 6000 m<sup>2</sup>. Większa część nieruchomości jest utwardzona placem o nawierzchni z kostki brukowej. Prawie cały teren nieruchomości jest ogrodzony – ogrodzenie wykonano z różnych elementów. Teren nieruchomości jest w pełni uzbrojony. Nieruchomość położona jest na peryferiach dużego miasta, przy drodze wylotowej. Sąsiedztwo nieruchomości stanowią obiekty magazynowe i bazy składowe, nieuciążliwa produkcja. Po drugiej stronie ulicy asfaltowej znajduje się zabudowa jednorodzinna oraz pojedyncze obiekty usługowe. W miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego zdecydowana większość terenu jest przeznaczona pod zabudowę mieszkaniową wielorodzinną z usługami do pięciu kondygnacji.

Oszacowano kilka wartości:

- WRU – wartość rynkowa dla aktualnego sposobu użytkowania (nieruchomość komercyjna) wynosi 8,6 mln zł,
- WG – wartość rynkowa prawa własności gruntu inwestycyjnego jest na poziomie 12,8 mln zł,
- KR – koszty rozbiórki obecnych budynków i budowli – 0,5 mln zł.
- WRO – wartość rynkowa dla optymalnego sposobu użytkowania (grunt inwestycyjny przeznaczony pod zabudowę wielorodzinną z usługami) wynosi

$$WRO = WG - KR = 12,8 - 0,5 = 12,3 \text{ mln zł.}$$

Wartość WRU jest aż o 43% mniejsza od wartości WRO.

## 2. Wnioski

W procesie wyceny majątku trwałego nie można bezkrytycznie skupić się na oszacowaniu jednej wartości. Należy szerzej przeanalizować potencjał nieruchomości oraz oszacować różne rodzaje wartości. Powyżej przedstawiono trzy sytuacje różnych poziomów wartości nieruchomości. Szacując wartość przedsiębiorstwa podejściem majątkowym, metodą wartości skorygowanych aktywów netto można popełnić błąd – w przykładzie nr 2 aktywa mogą być przeszacowane o prawie 50% lub jak w przykładzie nr 3 o ponad 40% niedoszacowane.

Należy zwrócić uwagę, że wartości nieruchomości dla optymalnego sposobu użytkowania są niższe od ich aktualnych wartości rynkowych w przypadkach firm z lokalizacją biznesu w różnych miejscowościach i nie wpływają znacząco na wynik działalności całej firmy (przykład nr 1). Jednym z priorytetów dla tego typu firm jest lokowanie biznesu w nowych miejscach i zdobywanie nowych rynków.

## Uwagi końcowe

Poszukiwanie optymalnego sposobu wykorzystania nieruchomości wymaga odpowiedzi na szereg pytań. Przede wszystkim należy znać odpowiedzi na pytania czy zmiana funkcji nieruchomości:

- jest możliwa, biorąc pod uwagę cechy techniczno-użytkowe nieruchomości, możliwości adaptacyjne,
- jest prawnie dopuszczalna (głównie czy jest zgodna z miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego oraz prawem budowlanym),
- jest ekonomicznie opłacalna,
- jest zgodna z potrzebami społecznymi i biznesowymi na poziomie lokalnym,
- jest najbardziej optymalnym sposobem wykorzystania,

Autorzy niniejszej pracy podzielają opinię Bancela i Mittoo (2014), którzy przeprowadzili sondaż na 356 ekspertach z 10 europejskich krajów – oszacowanie parametrów wyceny jest tak samo istotne, jak sama wycena<sup>1</sup>. Powyższe jest istotne zarówno przy wycenie praw do nieruchomości, jak i przy wycenie własności przedsiębiorstwa, które jak słusznie zauważyli Konowalczyk i Ramian (2015) nie jest w sposób jednoznaczny zdefiniowany prawnie, a to rodzi pewien obszar dodatkowego ryzyka.

## Literatura

- Bancel F., Mittoo U.R. (2014). The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts. *Social Science Research Network*.
- European Valuation Standards (2012). TEGoVA.
- International Valuation Standards (2013).
- Konowalczyk J., Ramian T. (2015). Koncepcja wartości sprawiedliwej praw własności przedsiębiorstw w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse. Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 855 (1).
- Ramian T. (2009). Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w wycenie nieruchomości. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse. Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 534.
- RICs Professional Valuation Standards (2014).
- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1255/2012 z dnia 11 grudnia 2012 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 12, Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 1 i 13 oraz Interpretacji Komitetu ds. Interpretacji Międzynarodowej Sprawozdawczości Finansowej (KIMSF) 20 (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 360/78).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.
- Szymański P. (2015). Standardy wartości w wycenie przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse. Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 855.
- Uchwała RK nr 10/2011 z dnia 11.07.2011 r. (2011). Powszechne Krajowe Zasady Wyceny KSWS. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw.
- Uchwała RK nr 6/12/2013 z 16.12.2013 r. (2013). Powszechne Krajowe Zasady Wyceny. Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny.

<sup>1</sup> „Our findings suggest that the process of estimating valuation parameters is as important as the valuation itself and needs serious attention of both academics and practitioners”.

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości.

Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami.

Zarzecki D., Grudziński M. (2011). Wartość godziwa jako standard wartości w wycenach sporządzonych w sytuacji przymusowego wykupu akcji. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 639.

#### **THE MARKET VALUE OF REAL ESTATE IN THE PROCESS OF THE BUSINESS VALUATION**

**Abstract:** *Purpose* – In each valuation, regardless of the subject and scope, it is necessary to define the basic principles of valuation. The assumptions obviously affect the choice of applicable valuation methods. The study focuses on the asset-based approach in the business valuation, in particular the effect of determining the type of the property value as a fixed asset.

*Design/methodology/approach* – The market value of the property for the optimal usage estimated in order to determine the value of asset-based approach by the adjusted net assets.

*Findings* – The market value of the property for an alternative method of use can have different value than the market value of the property for the current usage.

*Originality/value* – The essence of the assumptions made at the stage of determining the value of fixed assets.

**Keywords:** asset-based valuation, value of the company, market value of the property

#### **Cytowanie**

Podworna M., Ślusarek-Furgalska M. (2016). Wartość rynkowa nieruchomości w procesie wyceny przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 443–450. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-38.