

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-223-9 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Abdul Nafea Al Zararee, Abdulrahman Al-Azzawi: The impact of free cash flow on market value of firm.....	13
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Financial leverage puzzle – preliminary conclusions from literature review	22
Michał Buszko: Zarządzanie ryzykiem konwersji kapitału nieruchomości (<i>equity release</i>)	40
Magdalena Bywalec: Jakość portfela kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2007-2011	49
Jolanta Ciak: Model of public debt management institutions in Poland and the models functioning within the European Union	59
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Syntetyczny miernik poziomu asymetrii informacji (SMAI)	68
Anna Doś: Low-carbon technologies investment decisions under uncertainty created by the carbon market.....	79
Justyna Dyduch: Ocena efektywności kosztowej inwestycji proekologicznych.....	88
Ewa Dziawgo: Analiza własności opcji <i>floored</i>	100
Ryta Dziemianowicz: Kryzys gospodarczy a polityka podatkowa w krajach UE.....	113
Józefa Famielec: Finansowanie zreformowanej gospodarki odpadami komunalnymi	123
Anna Feruś: The use of data envelopment analysis method for the estimation of companies' credit risk	133
Joanna Fila: Europejski instrument mikrofinansowy Progress wsparciem w obszarze mikrofinansów.....	144
Sławomir Franek: Ocena wiarygodności prognoz makroekonomicznych – doświadczenia paktu stabilności i wzrostu a wieloletnie planowanie budżetowe	152
Paweł Galiński: Produkty i usługi bankowe dla jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	162
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych	172
Jerzy Grabowiecki: Financial structure and organization of <i>keiretsu</i> – Japanese business groups.....	181

Sylwia Grenda: Ryzyko cen transferowych w działalności przedsiębiorstw powiązanych	191
Maria Magdalena Grzelak: Ocena związków pomiędzy nakładami na działalność innowacyjną a konkurencyjnością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....	202
Agnieszka Jachowicz: Finanse publiczne w Polsce w świetle paktu stabilności	214
Agnieszka Janeta: Rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych na przykładzie wybranych krajów strefy euro	226
Agnieszka Janeta: Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego.....	236
Bogna Janik: Efficiency of investment strategy of Socially Responsible Funds Calvert.....	247
Anna Jarzębska: Obszary zarządzania płynnością finansową w publicznej szkole wyższej	256
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Struktura kapitału i dywersyfikacja działalności spółek rodzinnych notowanych na GPW	265
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Analiza wpływu wskaźników płynności i rentowności na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	279
Arkadiusz Kijek: Modelowanie ryzyka sektorowego przy zastosowaniu metody harmonicznej	289
Anna Kobialka: Analiza dochodów gmin województwa lubelskiego w latach 2004-2009.....	302
Anna Korombel: Zarządzanie ryzykiem w praktyce polskich przedsiębiorstw	313
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: Znaczenie instytucji otoczenia biznesu we wdrażaniu innowacji MŚP.....	322
Magdalena Kowalczyk: Wykorzystanie narzędzi rachunkowości zarządczej w sektorze finansów publicznych.....	334
Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Zarządzanie kosztami za pomocą zarządzania przez cele na przykładzie zakładu przetwórstwa mięsnego X	343
Paweł Kowalik, Błażej Prus: Analiza wyznaczania kwoty na wyrównanie dochodów w krajowych niemieckich systemach wyrównania finansowego na przykładzie 2011 roku.....	353
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Covered bonds and RMBS as secured funding instruments for the real estate market in the EU.....	367
Małgorzata Kożuch: Preferencje podatkowe jako narzędzia subsydiowania przedsięwzięć ochrony środowiska	378
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu	388

Marzena Krawczyk: Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce	397
Jarosław Kubiak: Planowanie należności na podstawie cyklu ich rotacji określonego według zasady lifo oraz według wartości średniej	407
Iwa Kuchciak: <i>Crowdsourcing</i> w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.....	418
Marcin Kuzel: Chińskie inwestycje bezpośrednie na świecie – skala, kierunki i motywy ekspansji zagranicznej	427
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Progresja podatkowa a redystrybucja dochodów	439
Katarzyna Lisińska: Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii	449
Joanna Lizińska: Problem doboru portfela porównawczego w długookresowej ewaluacji efektów kolejnych emisji akcji	459
Bogdan Ludwiczak: Wykorzystanie metody VaR w procesie pomiaru ryzyka.....	468
Justyna Łukomska-Szarek: Ocena zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2004-2010.....	480
Agnieszka Majewska: Wykorzystanie opcji quanto w zarządzaniu ryzykiem pogodowym w przedsiębiorstwach sektora energetycznego.....	490
Monika Marcinkowska: Rachunkowość społeczna – czyli o pomiarze wyników przedsiębiorstw w kontekście oczekiwań interesariuszy	502

Summaries

Abdul Nafea Al Zararee: Wpływ wolnych przepływów pieniężnych na wartość rynkową firmy	21
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Dźwignia finansowa – wstępne wnioski z przeglądu literatury.....	39
Michał Buszko: Risk management of real estate equity release	48
Magdalena Bywalec: The quality of the portfolio of housing loans in Poland in 2007-2011	58
Jolanta Ciak: Model instytucji zarządzania długiem publicznym w Polsce na tle modeli funkcjonujących w Unii Europejskiej	67
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Synthetic measure of the degree of information asymmetry	78
Anna Doś: Decyzje o inwestycjach w technologii obniżające emisję CO ₂ w warunkach niepewności stwarzanej przez europejski system handlu emisjami.....	87
Justyna Dyduch: Assessment of cost effectiveness of proecological investments	99
Ewa Dziawgo: The analysis of the properties of floored options	112

Ryta Dziemianowicz: Economic crisis and tax policy in the EU countries ...	123
Józefa Famielec: Financing of reformed economy of municipal waste	132
Anna Feruś: Wykorzystanie metody granicznej analizy danych do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	143
Joanna Fila: The European Progress Microfinance Facility as an example of the support in microfinance	151
Sławomir Franek: Credibility of macroeconomic forecasts – experiences of stability and growth pact and multi-year budgeting planning	161
Paweł Galiński: Banking products and services for local governments in Poland	171
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Depositary receipts as a source of businesses entities financing in the conditions of globalization of financial markets	180
Jerzy Grabowiecki: Struktura finansowa i organizacja japońskich grup kapitałowych <i>keiretsu</i>	190
Sylwia Grenda: Transfer pricing risk in the activity of related companies	201
Maria Magdalena Grzelak: Assessment of relationship between outlays on innovation and competitiveness of food industry enterprises in Poland....	213
Agnieszka Jachowicz: Public finance in Poland in the perspective of the Stability and Growth Pact	225
Agnieszka Janeta: Market indicators assessing the state of public finances: the case of selected euro zone countries.....	235
Agnieszka Janeta: Municipal bonds as a financing instrument for local and regional development.....	246
Bogna Janik: Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy społecznie odpowiedzialnych Calvert	255
Anna Jarzębska: Areas of liquidity management in public university	264
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Capital structure and diversification of family firms listed on the Warsaw Stock Exchange	278
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Liquidity and profitability ratios influence on economic value added basing on companies listed on the Warsaw Stock Exchange.....	288
Arkadiusz Kijek: Sector risk modelling by harmonic method	301
Anna Kobiałka: Analysis of revenue of Lublin Voivodeship communes in 2004-2009	312
Anna Korombel: Risk management in practice of Polish companies.....	321
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: The role of business environment institutions in implementing SMEs' innovations	333
Magdalena Kowalczyk: Using tools of managerial accounting in public finance sector	342

Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Cost management conducted with the utilization of Management by Objectives on an example of meat processing plant.....	352
Paweł Kowalik, Błażej Prus: The analysis of determining the amount of the financial equalization in German's national financial equalization systems on the example of 2011	366
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Listy zastawne i RMBS jako bezpieczne instrumenty finansujące rynek nieruchomości w UE	377
Małgorzata Kożuch: Tax preferences as the instrument of subsidizing of ecological investments.....	387
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant for raising capital from business angels	396
Marzena Krawczyk: Theory of financing hierarchy in the practice of innovative SMEs in Poland.....	406
Jarosław Kubiak: The receivables level planning on the basis of cycle of rotation determined by the LIFO principles and by average value	417
Iwa Kuchciak: Crowdsourcing in the creation of bank company value	426
Marcin Kuzel: Chinese foreign direct investment in the world – scale, directions and determinants of international expansion	438
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzcyk: Tax progression vs. income redistribution.....	448
Katarzyna Lisińska: Capital structure of manufacturing companies in Poland, Germany and Portugal.....	458
Joanna Lizińska: The long-run abnormal stock returns after seasoned equity offerings and the choice of the reference portfolio	467
Bogdan Ludwiczak: The VAR approach in the risk measurement	479
Justyna Łukomska-Szarek: Assessment of debt of local self-government units in Poland in the years 2004-2010.....	489
Agnieszka Majewska: Weather risk management by using quanto options in enterprises of the energy sector.....	501
Monika Marcinkowska: “Social accounting” – or how to measure companies’ performance in the context of stakeholders’ expectations	525

Michał Buszko

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM KONWERSJI KAPITAŁU NIERUCHOMOŚCI (*EQUITY RELEASE*)*

Streszczenie: Konwersja kapitału nieruchomości jest techniką finansową umożliwiającą przekształcenie niepiętnego kapitału nieruchomości w płynne środki pieniężne. W praktyce łączy ona rynek pożyczkowy, ubezpieczeniowy, nieruchomości oraz system zabezpieczenia emerytalnego, generując nowe rodzaje ryzyka, niewystępujące w tradycyjnych produktach finansowych. Instytucje oferujące konwersję kapitału nieruchomości w szczególności zostają wystawione na ryzyko długowieczności, zmiany cen nieruchomości oraz zmiany stóp procentowych, oddziałujące na siebie wzajemnie.

Słowa kluczowe: odwrócone kredyty hipoteczne, renty hipoteczne, ryzyko.

1. Wstęp

Konwersja kapitału nieruchomości, określana także jako uwolnienie kapitału z aktywów (*equity release*), jest techniką finansową pozwalającą odzyskać środki pieniężne zamrożone w domach, mieszkaniach lub prawach z nimi związanych. Choć „odmrożenie” kapitału z powyższych aktywów może odbywać się według wielu schematów, na rynku finansowym na szczególną uwagę zasługują dwa modele, tzn.: sprzedaż mieszkania w zamian za renty hipoteczne (*home reversion*) oraz odwrócone kredyty hipoteczne (*reverse mortgage*), które pozwalają zarówno na pozyskanie płynnych środków, jak i na dożywotnie zamieszkanie w nieruchomości¹. Oba rozwiązania przeznaczone są przede wszystkim dla osób starszych (powyżej 60-65 roku życia), co oznacza, iż pełnią funkcję alternatywnego zabezpieczenia emerytalnego.

Produkty konwersji kapitału nieruchomości są oferowane przede wszystkim w krajach posiadających wysoko rozwinięty rynek finansowy i dojrzały rynek nieruchomości oraz jednocześnie odnotowujących niekorzystne zmiany demograficzne (coraz późniejszy wiek posiadania dzieci, spadający przyrost naturalny oraz zna-

* Niniejsze opracowanie powstało przy dofinansowaniu z grantu UMK nr 502-E.

¹ Uwolnienie kapitału nieruchomości może nastąpić również w ramach prostszych rozwiązań, tzn. przez: sprzedaż połączoną z wyprowadzeniem się, najem, sprzedaż z najmem zwrotnym czy zaciągnięcie pożyczki zabezpieczonej drugą hipoteką. Zob. [Raifner i in.].

czące wydłużanie się długości życia). Rozważane produkty dostępne są zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Australii i Hiszpanii, aczkolwiek można spotkać je również w wielu innych krajach, np.: Szwecji, Włoszech, Niemczech czy Francji [*Reversemortgage...* 2011]. Od 2008 r. konwersja kapitału nieruchomości realizowana jest również na polskim rynku, niemniej do początku 2012 r. miała ona postać wyłącznie dożywotnich rent hipotecznych (zob. [Fundusz Hipoteczny DOM 2012]).

Wysoka specyfika oraz złożoność procesu konwersji łączącego w sobie system zabezpieczenia emerytalnego, rynek nieruchomości oraz rynek depozytowo-kredytowy powoduje, iż produkty służące odzyskaniu kapitału z mieszkania czy domu posiadają zwykle nietypowe właściwości, charakteryzują się znacznym skomplikowaniem prawnym oraz wysokimi kosztami. Ponadto istotnie różniący się ich profil ryzyka na tle tradycyjnych instrumentów pożyczkowych czy ubezpieczeniowych sprawia, iż instytucje finansowe zainteresowane ich sprzedażą muszą posiadać odpowiednio zdefiniowane procesy, procedury i systemy zarządzania ich ekspozycjami, muszą być przystosowane kadrowo i organizacyjnie, a także muszą działać w ramach precyzyjnie określonych przepisów prawa. Dostosowanie instytucji finansowych oraz przygotowanie legislacyjne wydają się dziś kluczowymi działaniami determinującymi funkcjonowanie i rozwój konwersji kapitału nieruchomości w Polsce, w tym umożliwiającymi rozpoczęcie sprzedaży odwróconych kredytów.

Celem niniejszego opracowania jest charakterystyka najważniejszych rodzajów ryzyka towarzyszących podmiotom oferującym konwersję kapitału nieruchomości (*equity realase*) według modelu sprzedażowego (*home reversion*) oraz kredytowego (*reverse mortgage*). W pracy przedstawione zostaną również wybrane problemy zarządzania ryzykiem procesu konwersji z uwzględnieniem specyfiki polskiego rynku finansowego oraz przepisów prawa proponowanych w projekcie przyszłej ustawy o odwróconych kredytach hipotecznych [*Założenia...* 2011].

2. Ryzyko konwersji kapitału nieruchomości

Konwersja kapitału nieruchomości, niezależnie od przyjętego modelu, generuje wiele rodzajów ryzyka po stronie zarówno podmiotów oferujących, jak i ich klientów. Zakres i skala ryzyka towarzyszącego konwersji wynika przede wszystkim z konstrukcji oraz uregulowania umów, długiego okresu kredytowania, a także możliwości zaspokajania roszczeń oraz rozliczania produktów dopiero po śmierci świadczeniobiorcy. Niniejsze opracowanie poświęcone zostanie charakterystyce ryzyka i problemom zarządzania nim wyłącznie w odniesieniu do podmiotów oferujących renty lub odwrócone kredyty hipoteczne.

Konwersja kapitału nieruchomości w ramach sprzedażowego bądź kredytowego modelu wiąże się przede wszystkim z ryzykiem przekroczenia przez wartość długu powiększonego o skapitalizowane odsetki lub inne koszty wartości nieruchomości stanowiącej zabezpieczenie jego zwrotu (zob. [Bhuyan, s. 47-48]). Ze względu

na wymienioną cechę ryzyko konwersji (odmrożenia) określa się jako *crossover-risk*. W praktyce *crossoverrisk* stanowi wypadkową jednoczesnego oddziaływania trzech rodzajów ryzyka, tzn. długowieczności, zmiany ceny nieruchomości oraz zmiany stóp procentowych, co sprawia, iż proces zarządzania nim staje się bardzo złożony oraz wymaga prowadzenia jednoczesnych działań na rynku nieruchomości, instrumentów pochodnych, depozytowo-kredytowym, a także ubezpieczeniowym. Generalnie ryzyko konwersji będzie wzrastało wraz z wydłużaniem się okresu życia świadczeniobiorców, wraz ze spadkiem wartości nieruchomości lub wraz ze wzrostem stóp procentowych ponad tempo wzrostu cen nieruchomości. Efektem rozważanego ryzyka będą straty spowodowane brakiem możliwości pokrycia długu ze środków uzyskanych ze sprzedaży nieruchomości, przy jednoczesnym braku możliwości dochodzenia roszczeń z innych składników majątkowych lub dochodów świadczeniobiorcy. Zarządzanie ryzykiem konwersji będzie koncentrowało się tym samym na niedopuszczeniu do przekroczenia wartości nieruchomości przez wartość długu w trakcie życia dłużnika.

3. Zarządzanie ryzykiem długowieczności

Zarządzanie ryzykiem długowieczności w modelu zarówno sprzedażowym, jak i kredytowym odbywa się przede wszystkim przez dostosowanie wysokości świadczenia finansowego (okresowej renty lub jednorazowej wypłaty) do przewidywanego okresu życia świadczeniobiorcy. Kwoty wypłacanych środków ustalane są przy tym na podstawie wieku, płci oraz formy zamieszkania w nieruchomości (samotnie lub z małżonkiem). Im starszy będzie świadczeniobiorca i jego współmałżonek, tym wyższa będzie wartość dożywotniej renty lub wyższa będzie wartość jednorazowej wypłaty (wyższy wskaźnik LtV)². Ponieważ oferujący w żadnym z modeli nie będą mogli dochodzić roszczeń z innych dochodów lub składników majątkowych dłużników, stąd też skumulowana wartość wypłaconego świadczenia (rent lub kredytu) będzie determinować ich zysk lub stratę³.

Generalnie w procesie zarządzania ryzykiem długowieczności nieco większą swobodę działań będą miały podmioty oferujące model sprzedażowy. W szczególności będą one mogły korzystać z tzw. hedgingu naturalnego (*natural hedge*), polegającego na kompensacie strat spowodowanych ponadnormatywną długością życia świadczeniobiorców zyskami ze sprzedaży nieruchomości przejętych od osób żyjących krócej. Powyższe rozwiązanie nie będzie dostępne w modelu kredytowym (*reverse mortgage*), gdzie przewiduje się konieczność rozliczenia wartości nieru-

² Ze względu na statystycznie dłuższy okres życia kobiet świadczenia im wypłacane będą niższe niż świadczenia mężczyznom.

³ Zob. szerzej odnośnie do oddziaływania ryzyka długowieczności: [Richards, Jones 2004, s. 26-28].

chomości oraz odwróconego kredytu hipotecznego po śmierci dłużnika⁴. W przypadku odwróconych kredytów hipotecznych, które planuje się wprowadzić na polskim rynku, zabezpieczenie przed ryzykiem długowieczności będzie realizowane najprawdopodobniej poprzez tworzenie bufora bezpieczeństwa kosztem świadczeń wypłacanych klientom. Z punktu widzenia instytucji kredytujących rozwiązanie takie wydaje się najprostszym i najmniej kosztownym sposobem ograniczenia potencjalnych strat spowodowanych wydłużaniem się życia kredytobiorców. W praktyce tworzenie bufora będzie odbywało się na podstawie skorygowania wartości nieruchomości o czynnik dyskontowy odzwierciedlający prawdopodobieństwo osiągnięcia przez danego kredytobiorcę starszego wieku niż statystycznie zakładany, co będzie stanowiło podstawę ustalenia wskaźnika LtV. Wykorzystanie bufora bezpieczeństwa będzie tym samym wpływało na obniżkę wartości środków wypłacanych danej osobie aplikującej o kredyt. W szczególności jego zastosowanie będzie bardzo odczuwalne w przypadku konwersji realizowanej przez osoby młode lub małżeństwa o dużej dysproporcji wieku, gdzie kwota świadczenia będzie istotnie zaniżona⁵. Zwiększanie bufora bezpieczeństwa będzie w praktyce oznaczało przeliczenie wypłaty środków na rzecz spadkobierców dłużnika.

Należy mieć na uwadze, iż zgodnie z planowanymi rozwiązaniami prawnymi w Polsce instytucje kredytujące, które zdecydują się na rozbudowanie portfeli odwróconych kredytów hipotecznych, będą ustawowo zobligowane do zarządzania ryzykiem długowieczności przy wykorzystaniu metod aktuarialnych⁶. W przypadku wytworzenia na polskim rynku odpowiednio dużych portfeli odwróconych kredytów ryzyko długowieczności może stać się przedmiotem transakcji pomiędzy bankami a towarzystwami ubezpieczeniowymi lub reasekuracyjnymi. Ryzyko to może również być transferowane na innych uczestników rynku finansowego przez tworzone na jego podstawie innowacyjne produkty strukturyzowane.

4. Zarządzanie ryzykiem zmiany cen nieruchomości

Zarządzanie ryzykiem zmiany cen nieruchomości w obu wymienionych modelach konwersji będzie miało na celu niedopuszczenie do spadku wartości nieruchomości poniżej wartości świadczeń wypłaconych klientowi, powiększonych o odsetki i inne koszty. W praktyce rozważane ryzyko będzie mogło mieć charakter zarówno systematyczny, a więc wynikający z ogólnej sytuacji na rynku, jak i specyficzny, wynikający z cech i stanu technicznego poszczególnych składników portfela nieruchomości.

⁴ Z tego też powodu banki zasadniczo nie będą oferowały świadczeń wypłacanych dożywotnio, a jedynie w okresie wybranym przez klienta.

⁵ Spłata kapitału zostanie bowiem istotnie odroczone w przyszłość, wydłużając czas oddziaływania innych ryzyk, w tym: zmiany prawa, zmiany stóp procentowych oraz zmiany cen nieruchomości.

⁶ Według założeń do projektu ustawy o odwróconym kredycie hipotecznym KNF będzie wskazywała banki, które kwalifikują się do zatrudnienia aktuarusza działającego zgodnie z przepisami Ustawy z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU 2010, nr 124, poz. 1151, ze zm.

Niewątpliwie podmioty oferujące zarówno renty hipoteczne, jak i odwrócone kredyty będą miały bardzo ograniczone możliwości zarządzania ryzykiem systematycznym na rynku nieruchomości. Ze względu na płytkość i niedojrzałość wymienionego rynku, a także brak historycznie uznanych i akceptowanych indeksów nieruchomości w Polsce nie będzie możliwe w najbliższej przyszłości zastosowanie pozagiełdowych instrumentów pochodnych opartych na ich cenach⁷. Wydaje się, iż w polskich warunkach zabezpieczenie przed spadkiem cen nieruchomości może być osiągnięte przede wszystkim przez stosowanie łagodnej polityki kredytowej w zakresie tradycyjnych kredytów hipotecznych. Obniżka marż kredytów oraz ułatwienie dostępu do kapitału będą stymulowały popyt na rynku nieruchomości, a tym samym prowadziły w dłuższym horyzoncie do wzrostu cen.

Zarządzanie ryzykiem specyficznym w podmiotach oferujących model zarówno sprzedażowy, jak i kredytowy będzie polegało przede wszystkim na dywersyfikacji portfela nieruchomości pod względem ich rodzaju, powierzchni, stanu technicznego, jak również lokalizacji. W szczególności w przypadku banków oferujących odwrócone kredyty zarządzanie rozważanym ryzykiem, zwłaszcza w pierwszych latach oferowania konwersji na polskim rynku, będzie najprawdopodobniej wiązało się z bardzo ostrożną selekcją kredytowanych nieruchomości pod względem ich atrakcyjności oraz statusu prawnego. Nie jest wykluczone, że na początku funkcjonowania programu do konwersji będą kwalifikowane wyłącznie najbardziej atrakcyjne mieszkania położone w dużych miastach.

Jednym z ważniejszych aspektów zarządzania ryzykiem zmian cen nieruchomości będzie zabezpieczenie stanu technicznego determinującego wartość środków pieniężnych uzyskanych ze sprzedaży nieruchomości po śmierci dłużnika. W rozważanym obszarze znacznie bardziej elastyczne działania będą mogły podejmować podmioty oferujące model sprzedażowy. Ze względu na przejęcie własności nieruchomości już w momencie zawarcia umowy konwersji, a także z powodu braku poważniejszych ograniczeń prawnych dysponowania nieruchomościami (np. braku konieczności rozliczenia ze spadkobiercami) podmioty oferujące renty hipoteczne będą mogły lepiej nadzorować proces utrzymania nieruchomości w pożądanym stanie technicznym, szybciej przeciwdziałać nieprawidłowościom (włącznie z możliwością eksmisji świadczeniobiorcy), a także modernizować nieruchomości stosownie do własnych potrzeb. Jednostki te będą miały więcej czasu na przygotowanie nieruchomości do sprzedaży, a w razie dekonstrukcji na rynku będą mogły je np. wynajmować. W przypadku banków oferujących kredytowy model konwersji kapitału zabezpieczenie wartości nieruchomości będzie wiązało się z koniecznością opracowania zasad i systemów nadzoru stanu technicznego nieruchomości, określeniem częstotliwości realizacji kontroli oraz stworzeniem systemu monitorin-

⁷ Na wysoko rozwiniętych rynkach finansowych, np. w USA i Wielkiej Brytanii, spadek cen nieruchomości może być zabezpieczony przez przyjęcie krótkiej pozycji w instrumentach pochodnych, takich jak: kontrakty futures, forward, swapy czy opcje. Zob. szerzej: [Buszko 2009, s. 76-84].

gu ich wartości. Ponieważ banki nie będą mogły bezpośrednio wykonywać czynności remontowo-budowlanych, stąd też będą musiały stworzyć system zlecenia prac renowacyjnych podmiotom zewnętrznym. Ponadto będą musiały opracować zasady wykonywania pełnomocnictwa w zakresie utrzymania stanu technicznego, kiedy dłużnicy nie będą w stanie odpowiednio zadbać o nieruchomość ze względu na np. zły stan zdrowia. Zabezpieczenie przed ryzykiem spadku wartości nieruchomości w bankach może być realizowane również pośrednio przez ocenę terminowości spłaty zarówno przeszłych, jak i bieżących zobowiązań kredytobiorcy. Przyjęcie takiego rozwiązania oznaczałoby częściowe odejście od zasady braku badania zdolności kredytowej, jednakże weryfikowałoby wiarygodność klienta w zakresie wykonywania obowiązków nakładanych umowami, w tym należytego dbania o stan nieruchomości⁸.

Charakteryzując zarządzanie ryzykiem zmiany cen nieruchomości w procesie konwersji, należy zwrócić uwagę na dodatkowy problem, który pojawi się wyłącznie w modelu kredytowym, tzn. rozliczenia długu oraz wartości nieruchomości ze spadkobiercami⁹. Wspomniane rozliczenie będzie wymagane niezależnie od tego, czy spadkobiercy zdecydują się na zatrzymanie nieruchomości i spłatę długu spadkodawcy, czy też gdy nastąpi przeniesienie praw do nieruchomości na instytucję kredytującą. W tym drugim przypadku spadkobiercy, wykonawca testamentu lub kurator będą uprawnieni do otrzymania kwoty rozliczenia, gdy tylko różnica pomiędzy wartością nieruchomości i wartością roszczenia banku będzie dodatnia. Podstawowym problemem będzie w tym przypadku przeprowadzenie wyceny nieruchomości przez rzeczoznawcę majątkowego oraz wypłata kwoty ewentualnej nadwyżki maksymalnie w ciągu 30 dni, niezależnie od tego, czy bank będzie w stanie sprzedać nieruchomość na rynku. W powyższych warunkach instytucje kredytujące będą narażone na ryzyko braku płynności oraz ryzyko zmiany ceny nieruchomości pomiędzy momentem rozliczenia a momentem jej rzeczywistego zbycia na rynku. Jeżeli kwota rozliczenia będzie dodatnia, kredytodawcy będą dążyli do jak najszybszej sprzedaży nieruchomości i pokrycia wydatków związanych z odwróconym kredytowaniem. W sytuacji odwrotnej mogą zdecydować się zarówno na pozbycie się nieruchomości i realizację straty, jak i na odroczenie sprzedaży w oczekiwaniu na wzrost cen w przyszłości. W tym ostatnim przypadku będą musieli jednak ponieść dodatkowe koszty refinansowania, utrzymania oraz zarządzania nieruchomościami¹⁰.

⁸ Według założeń projektu ustawy o odwróconym kredycie hipotecznym przed rozpoczęciem kredytowania banki nie będą oceniać zdolności kredytowej, natomiast będą zobowiązane do badania ogólnego poziomu zadłużenia kredytobiorców, jego historii oraz dokonania oceny stanu prawnego nieruchomości.

⁹ Ewentualnie z wykonawcą testamentu lub kuratorem spadku.

¹⁰ Ze względu na niską płynność polskiego rynku nieruchomości, a także jego płytkość, sprzedaż aktywów stanowiących zabezpieczenie odwróconych kredytów mogłaby zostać wsparta przez stworzenie przez banki platformy obrotu nieruchomościami. Powyższe rozwiązanie pozwoliłoby zarówno na centralizację sprzedaży i łatwiejsze dotarcie do potencjalnych nabywców, jak i oferowanie dodat-

5. Zarządzanie ryzykiem zmiany stóp procentowych

W obu modelach konwersji zarządzanie ryzykiem stopy procentowej będzie realizowane przede wszystkim przez dopasowanie wysokości świadczenia (renty hipotecznej lub LtV kredytu) zarówno do bieżącego, jak i przewidywanego poziomu stóp procentowych. Wysokość stóp procentowych będzie determinowała wysokość wypłacanego świadczenia, przy czym im wyższy będzie ich poziom, tym niższa kwota wypłaty.

W przypadku podmiotów oferujących model sprzedażowy, które finansują się przede wszystkim przez sprzedaż przejmowanych nieruchomości, zarządzanie ryzykiem stóp procentowych będzie koncentrowało się na zabezpieczeniu realnej wartości środków służących realizacji wypłat rent hipotecznych. Proces ten będzie polegał m.in. na lokowaniu wpływów pochodzących ze zbycia nieruchomości w płynne aktywa indeksowane zmiennymi stopami procentowymi¹¹.

W modelu kredytowym zarządzanie ryzykiem stóp procentowych będzie miało na celu zabezpieczenie zarówno przed wzrostem kosztów refinansowania odwróconych kredytów, jak i przed przekroczeniem przez dług i skapitalizowane odsetki wartości nieruchomości. Zakładając, że podstawowym źródłem finansowania odwróconych kredytów będą nisko oprocentowane depozyty o krótkim terminie zapadalności, kredytujący będą osiągałi zysk zarówno z dodatnio nachylonej krzywej dochodowości, jak i kapitalizacji odsetek. W powyższych warunkach dla banków korzystny będzie zatem wzrost stóp prowadzący do wzrostu przychodów oraz marży odsetkowej. Niemniej ze względu na ograniczenie kwoty zwrotu z odwróconych kredytów do rynkowej wartości nieruchomości wzrost stóp procentowych będzie zwiększał również ryzyko *crossover*¹². Tym samym instytucje oferujące model kredytowy, w zależności od sytuacji na rynku nieruchomości i rynku pieniężnym, będą musiały zabezpieczać się zarówno przed spadkiem, jak i wzrostem stóp procentowych. Na rynku międzybankowym zabezpieczenie to będzie realizowane przede wszystkim za pomocą instrumentów pochodnych, takich jak FRA, CAP/FLOOR czy IRS.

W odróżnieniu od tradycyjnych kredytów i pożyczek w odwróconych kredytach hipotecznych praktycznie nie wystąpi ryzyko reinwestycji związane z przedterminową spłatą zadłużenia.

kowych produktów finansowych wspomagających zakup nieruchomości, np. rachunków bankowych czy mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Sprzedaż wiązana nieruchomości oraz tradycyjnych produktów bankowych pozwalałaby zwiększyć efektywność konwersji i zmniejszyć straty w przypadku ujemnej wartości rozliczenia.

¹¹ Dzięki temu w modelu sprzedażowym wypłaty rent mogą być indeksowane np. inflacją.

¹² Ryzyko to może być potęgowane spadkiem cen nieruchomości pojawiającym się w konsekwencji wzrostu oprocentowania tradycyjnych kredytów hipotecznych, dzięki którym tworzony jest popyt na nieruchomości.

6. Zakończenie

Produkty konwersji kapitału nieruchomości niewątpliwie należą do złożonych, ryzykownych oraz stosunkowo kontrowersyjnych rozwiązań finansowych. W praktyce generują one wiele rodzajów ryzyka obciążającego zarówno świadczeniodawców, jak i świadczeniobiorców. Ich pojawienie się i rozwój na polskim rynku wydają się warunkowane nie tyle atrakcyjnością i użytecznością, ile słabością innych form finansowania w okresie emerytalnym oraz niekorzystnymi tendencjami demograficznymi. Choć w Polsce dostępny jest już model sprzedaży konwersji, relatywnie duże oczekiwania związane są z uruchomieniem odwróconych kredytów hipotecznych, a więc produktów oferowanych przez instytucje, których działalność jest ściśle regulowana i nadzorowana. Ze względu na konieczność dostosowania banków do sprzedaży wymienionych kredytów, a także stworzenie przez nie systemów zarządzania nowymi rodzajami ryzyka, tzn. długowieczności oraz zmiany cen nieruchomości, nie można oczekiwać, że będą one rozwiązaniami tanimi, a tym samym szczególnie atrakcyjnymi dla klientów. Czynnikiem dodatkowo ograniczającym ich atrakcyjność może być konserwatywna polityka banków w odniesieniu do rodzaju i stanu konwertowanych nieruchomości. Z konwersji w pierwszej kolejności najprawdopodobniej skorzystają osoby zmuszone do tego (np. znajdujące się w trudnej sytuacji życiowej i nieposiadające spadkobierców), a nie osoby posiadające możliwość wyboru innych form finansowania emerytalnego.

Literatura

- Bhuyan V., *Reverse Mortgages and Linked Securities. The Complete Guide to Risk, Pricing, and Regulation*, John Wiley & Sons, Inc.
- Buszko M., *Instrumenty pochodne rynku nieruchomości – charakterystyka, zastosowanie, rozwój*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 48, UE, Wrocław 2009.
- Fundusz Hipoteczny DOM, <http://www.funduszhipoteczny.pl/pytania-i-odpowiedzi.html>, 28.02.2012.
- Raifner U., Clerc-Renaud S., Perez-Carrillo E.F., Tiffe A., Knobloch M., *Study on equity release schemes in EU. Part I: General Report*, Institut für Finanzdienstleistungene.V.
- Reversemortgage – rozwiązania prawne i instytucjonalne na wybranych rynkach*, Polska Izba Ubezpieczeń, Warszawa, marzec 2011.
- Richards S., Jones G., *Financial Aspects of Longevity Risk*, The Staple Inn Actuarial Society, Staple Inn, London 2004.
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU 2010, nr 124, poz. 1151.
- Założenia do projektu ustawy o odwróconym kredycie hipotecznym*, Ministerstwo Finansów, 23 września 2011 r.

RISK MANAGEMENT OF REAL ESTATE EQUITY RELEASE

Summary: Real estate equity release is a new financial solution available on the Polish financial market which enables recovering cash flows from capital invested in real estates. In particular such equity release led to the improvement of financial situation of elderly people, whose income deteriorated comparing to the period of their professional activity. Because such products join lending, insurance, real property market as well as pension schemes, they generate types of risk not found in other traditional financial products. Entities offering sale as well as loan model of equity release need to manage the longevity, property price, and interest rates risks.

Keywords: equity release, reverse mortgage, risk.